SIMONA GAFTONIUC

FINANȚE INTERNAȚIONALE

EDITURA ECONOMICĂ

CUPRINS

Introducere 13

CAPITOLUL I

MONEDA INTERNAȚIONALĂ 21

1. Scurt istoric: noțiuni fundamentale 21

1.1. Procedurile de devalorizare 25

1.2. Determinarea cursurilor de schimb 27

1.3. Monedele flotante 30

1.4. Dematerializarea monedei - proces inversibil 31

1.5. Rolul actual al monedei în relațiile economice internaționale 37

CAPITOLUL II

SISTEME MONETARE INTERNAȚIONALE ȘI MONEDE NAȚIONALE DOMINANTE 43

2.1. Noțiunea de sistem monetar internațional 44

2.2. Evoluția sistemului monetar internațional: de la regimul cursurilor fixe, la cel al cursurilor flotante 48

2.3. Ordinea monetară de la Bretton-Woods și hegemonia dolarului 49

2.3.1. Caracteristicile S.M.I. rezultat din acordurile de la Bretton Woods 51

2.3.2. Evoluția sistemului monetar internațional conceput la Bretton Woods 52
2.3.3. Trecerea de la cursurile fixe la cele flotante 53
2.3.4. Avantajele și inconvenientele cursurilor fixe și cursurilor flotante 54
2.3.5. Generalizarea flotării cursurilor și evoluția sinuoasă a dolarului 55
2.4. Caracteristicile sistemului monetar internațional contemporan 62
2.4.1. Rolul actual al FMI și efectul limitat al DST 65
2.4.2. Bilanțul flotării generalizate 70

CAPITOLUL III TENDINȚE ȘI MUTAȚII PE PIEȚELE DE CAPITAL. GLOBALIZAREA PIEȚELOR FINANCIARE 75
3.1. Internaționalizare și interdependența financiară 75
3.1.1. Internaționalizarea sistemului bancar - băncile transnaționale - rolul lor în procesul dezvoltării europieței 77
3.2. Integrarea financiară indirectă, prin europiețe 80
3.2.1. Apariția și dezvoltarea pieței eurode vizelor 83
3.2.2. Resursele pieței eurodevizelor 88
3.3. Dezvoltarea piețelor financiare internaționale 90
3.3.1. Tipologia piețelor de capital 91
3.3.2. Piețele financiare internaționale 93
3.3.2.1. Piața euroobligatară 94

3.3.2.2. Piața emisiunilor străine 109
3.4.2.3. Piața emisiunilor internaționale de acțiuni 110
3.4.2.4. Piața eurocreditelor 111
3.2.2.5. Piața euroefectelor - facilități de emisiune, eurobilete de trezorerie și bonuri pe termen mediu 115
3.4. Tendințe și mutații recente pe piețele de capital. Rolul băncilor 122

CAPITOLUL IV
PIAȚA VALUTARĂ 128
4.1. Organizarea pieței valutare 131
4.2. Participanții pe piața valutară 132
4.3. Activele negociate pe piața valutară 141
4.4. Organizarea și funcționarea pieței valutare la vedere 143
4.5. Organizarea și funcționarea pieței valutare la termen 148
4.6. Evoluția pieței valutare 151

CAPITOLUL V
INSTRUMENTELE FINANCIARE NOI SAU PRODUSELE DERIVATE (INSTRUMENTELE DE ACOPERIRE A RISCURILOR) 154
5.1. Piețele contractelor la termen asupra devizelor și opțiunilor 155
5.1.1. Piața contractelor la termen cu devize 157

5.1.2. Piața opțiunilor asupra devizelor 162
5.2. Piața contractelor la termen asupra activelor financiare 167
5.3. Operațiuni la termen cu indici bursieri 169
5.4. Acoperirea riscurilor prin opțiuni 170
5.5. Evoluția spectaculoasă a piețelor produselor derivate 174
5.5.1. Piețele "futures" 177
5.5.2. Piețele de opțiuni 178
5.5.3. Perspective ale evoluției piețelor derivate 179

CAPITOLUL VI
MARI CENTRE FINANCIARE INTERNAȚIONALE 182
6.1. Caracteristicile marilor centre financiare internaționale; importanța acestora pentru economia țărilor în care sunt localizate 182
6.1.1. O gamă largă de piețe de capital 184
6.1.2. Activități financiar-bancare internaționale 187
6.1.3. Activitățile periferice într-un centru financiar 187
6.2. Centrele financiare internaționale mai importante 190
6.2.1. Centrul financiar Londra 190
6.2.2. Piața financiară New York 194
6.2.3. Piața financiară Chicago 195
6.2.4. Centrele financiare elvețiene 195
6.2.5. Piața financiară Luxemburg 196
6.2.6. Piața financiară Amsterdam 196

6.3. Piețele bancare off-shore 197
6.4. Piețele bursiere emergente 198

CAPITOLUL VII
FLUXURILE FINANCIARE ȘI BALANȚA DE PLĂȚI 200
7.1. Descompunerea balanței de plăți 204
7.2. Imperfecțiuni și limite statistice ale balanțelor de plăți 208

CAPITOLUL VIII
INFLUENȚA EVOLUȚIILOR MACROECONOMICE ASUPRA CURSULUI DE SCHIMB 210
8.1. Rata inflației și cursul de schimb 211
8.2. Dobânda și cursul de schimb 213
8.3. Balanța de plăți și cursul de schimb 215
8.4 Influențe exercitate de categorii de agenți economici 216
8.4.1. Rolul anticipărilor asupra cursului de schimb 216
8.4.2. Apariția "baloanelor speculative" 218

CAPITOLUL IX
PRINCIPALELE TEORII ȘI MODELE CU PRIVIRE LA FORMAREA CURSULUI DE SCHIMB 221
9.1. Abordările statice 223
9.1.1. Teoria paritații puterii de cumpărare (P.P.C.) 223
9.1.2. Versiunea absolută a paritații puterii de cumpărare 225

9.1.3. Versiunea relativă a parității puterii de cumpărare 227
9.1.4. Criticile aduse teoriei P.P.C. 228
9.1.5. Verificările empirice ale parității puterii de cumpărare 229
9.2. Teoria parității ratelor dobânzii 235
9.2.1. Paritatea ratelor dobânzii neacoperită 236
9.2.2.Paritatea ratelor dobânzii acoperită 238
9.2.3. Validări empirice ale parității ratelor dobânzii 240
9.3. Modelul monetarist 243
9.3.1. Ipotezele modelului monetarist de bază 244
9.3.2. Rezolvarea și rezultatele modelului 245
9.3.3. Verficările empirice 246
9.4. Modelul Mundell - Fleming 247
9.4.1. Ipotezele modelului 249
9.4.3. Importanța modelului 252
9.4.4. Validări empirice și critici aduse modelului 253
9.5. Teoria opțiunilor de portofoliu 256
9.5.1. Ipotezele modelului 257
9.6. Modelul cu substituire între monede 260
9.7. Abordările dinamice 263
9.7.1. Modelul lui Rudiger Dornbush 263
9.7.2. Limite și critici aduse modelului lui Dornbush 270
9.7.3. Validarea empirică a modelului 272
9.8. Abordarea în termeni de balon speculativ

și anticipări raționale 273
9.8.1. Noțiunile de "balon determinist" și "balon stocastic" 275

CAPITOLUL X

MONEDA EUROPEANĂ 282

10.1. Principalele etape parcurse 283
10.1.1. Șarpele monetar european 283
10.2. Sistemul Monetar European (SME) și ECU 285
10.2.1. Evoluția ECU 285
10.3. Afirmarea ECU pe piețele de capital 294
10.3.1. Rolul ECU pe piața valutară 294
10.3.2. Piața bancară a ECU 296
10.3.3. Piața emisiunilor obligatare în ECU 299
10.4. Dilema monedă unică - monedă comună : rolul planului Delors 305
10.4.1. ECU - moneda unică a Uniunii Europene 309
10.4.2. Avantajele monedei unice 313
10.4.3. Stabilitatea prețurilor - ca prioritate 316

CAPITOLUL XI

RESTABILIREA CONVERTIBILITĂȚII MONEDELOR ÎN ȚĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST 321

11.1. Licitațiile valutare 326
11.2. Zonele comerciale și valutare speciale 326
11.3. Cursurile duble 327
11.4. Moneda comună 327

CAPITOLUL XII
NOI ORIENTĂRI ÎN POLITICA ECONOMICĂ.....330
BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....349

INTRODUCERE

Activitatea economică este din ce în ce mai mult orientată către internațional. Orice tranzacție internațională generează o obligație de reglementare, ce se execută prin transfer de monedă între părțile contractante. Sistemele de plăți și reglementări moderne reprezintă pentru activitatea economică, ceea ce rețelele de transport sunt pentru circulație - osatura, infrastructura indispensabilă. Primul contact concret cu realitatea internațională se realizează prin intermediul pieței valutare și sistemelor de plăți.

Activitățile pe piețele financiare naționale și internaționale au cunoscut o expansiune fără precedent, caracterizată prin inovare și preocuparea pentru acoperirea riscurilor.

Complexitatea problemelor monetare, în general, a relațiilor internaționale, în special, dar și tendința de specializare crescândă au condus în ultimii ani la o efervescență de apariții editoriale: cărți, tratate, studii consacrate analizei fenomenelor monetare. O asemenea abundență presupune și numeroase modalități de abordare. Între acestea, se pot distinge abordările în același timp teoretice și empirice, abordarea istorică, simplificată, bazată pe prezentarea evolutivă a faptelor. O serie de autori preferă îmbinarea expunerii teoriilor ce stau la baza relațiilor monetare internaționale, cu politicile monetare și tehnicile financiare naționale. În acest sens, cea mai modernă și interesantă concepție și analiză pare a fi cea **de la internațional - la**

național, reprezentată în Franța, în primul rând prin lucrările lui Henri Bourguinat. [1]

Asemenea analize presupun un câmp de studiu cu totul nou, care răstoarnă vechea ordine: de la național - la internațional. Acum câțiva ani, relațiile financiare internaționale gravitau și se organizau, în principal, în jurul problemelor legate de balanța de plăți. Problema ajustărilor de balanță era primordială: piața valutară nu intervenea decât ca factor de echilibru, mai mult sau mai puțin subordonat fluxului de devize, fără a dispune, deci, de autonomie. Regimurile de schimb, fixe sau flexibile, se găseau totuși în centrul sistemului, reprezentând cadrul necesar determinării prețului relativ al monedelor. Abordările teoretice din acei ani nu deveniseră încă "finanțe internaționale", gravitând, fie în jurul mecanismului formării prețurilor (teoria elasticității), fie în jurul teoriilor asupra consumului.

Sfera de cuprindere a relațiilor financiar-monetare internaționale se limita, deci, la nivelul fluxului de plăți, uneori anexând și problematica mișcărilor de capitaluri. Aceasta, întrucât majoritatea instrumentelor de analiză utilizate (multiplicatorul extern, elasticitatea, etc) erau, de fapt, simple extensii ale celor folosite pe plan intern, relațiile financiare internaționale reprezentând, deci, doar o prelungire a

1 - Henri Bourguinat - "Finance internationale", P.U.F. - Thémis économie - Paris, 1992;
- H. Bourguinat - "L'économie mondiale à découvert", Calmann Levy, Paris 1985;
- H. Bourguinat - "Les vertiges de la finance internationale, Economica, Paris 1987;
- M. Aglietta - "La globallisation financière - l'aventure obligée, Economica, Paris, 1990;
- L. Stoleru -"L'ambition internationale" - Seuil, Paris, 1987.

modelelor de echilibru intern. Răsturnarea s-a făcut în momentul în care analiza economică a trecut granițele spațiului economic național "închis", orientându-se spre spațiul "deschis".

Amploarea transferurilor financiare și mișcărilor de reciclare a capitalurilor din anii '70, ocazionate de cele două șocuri petroliere, precum și trecerea, aproape simultană, la cursurile flotante, marcată de instabilitate, reprezintă impulsurile care au generat expansiunea mecanismelor de transformare financiară internațională, principalul vector fiind reprezentat, de fapt, de piața eurovalutelor. Această triplă conjuncție - cursuri flotante, reciclarea fondurilor provenite din comerțul cu petrol și eurodevizele - a contribuit la afirmarea domeniului finanțelor internaționale ca disciplină autonomă, cu grad ridicat de complexitate și specializare. Finanțele internaționale reprezintă astăzi [2] o rețea din ce în ce mai densă de operațiuni de vânzare-cumpărare sau de credit-împrumut, cu caracter speculativ și de acoperire, care transcendă frontierele naționale și deasupra cărora se organizează, în consecință, o adevărată mega-piață financiară mondială. Această piață cuprinde fondurile disponibile la orice scadență, de la capitalurile de azi pe mâine (overnight), până la investițiile de portofoliu sau investițiile directe.

Finanțele internaționale au suportat, deci, în timp, o reală transformare, ilustrată prin creșterea interdependenței spațiilor financiare naționale, prin interconexiunea burselor de valori, prin politica solidară a dobânzilor și proliferarea instrumentelor financiare noi, care permit trecerea de la o monedă la alta, după cum anticipează operatorii. Se

2 în accepțiunea lui H. Bourguinat, op. cit.

realizează astfel, o piață financiară globală, guvernată de propriile sale legi și dispunând de o structură ierarhizată și tot mai integrată. Progresul tehnicilor de transmitere a informației, utilizarea sateliților și electronicii (rețelele de tipul SWIFT sau GLOBEX) au contribuit mult la procesul de unificare sau globalizare financiară. Bursele, piețele valutare, piețele la termen pentru instrumente financiare funcționează practic în mod continuu, 24 de ore din 24 și sunt, adeseori, obiectul cotațiilor simultane (NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automatic Quotation cotează simultan un număr de titluri, atât la Londra, cât și la New-York).

Produsele financiare se caracterizează printr-o standarnizare tot mai pronunțată Astfel, cu foarte mici diferențieri, același produs de genul "opțiune", același tip de "swap" sau contract la termen în devize, poate fi negociat la Londra, Philadelphia, Singapore, Sydney sau New-York. În același timp, produsele financiare devin tot mai complexe și sofisticate. În spatele lor, însă, rămâne suportul comun - capitalul - care atinge proporții impresionante. Mobilizarea economiilor la nivel mondial se realizează cu tot mai multă ușurință (conform estimăriilor BRI, la sfârșitul anului 1993, operațiunile de finanțări bancare internaționale reprezentau peste 3.400 miliarde dolari, 900 miliarde dolari fiind operați zilnic pe piețele de schimb, ceea ce reprezintă o creștere de aproape 3 ori, față de 1986). [3]

O caracteristică a mondializării pieței financiare este **integrarea**, atât verticală, cât și orizontală. Integrarea verticală este rezultatul interconectării și comunicării neîntrerupte între piețele monetare, financiare și de schimb, devenite simple

3 "Banque des réglements internationaux", 64-ème Rapport annuel, 13 juin, 1994

compartimente ale pieței globale. Integrarea orizontală a fost posibilă, în ultimii douăzeci de ani, datorită deschiderii spațiilor financiare naționale, sub impulsul Statelor Unite ale Americii (procesul de "dereglementare": în SUA suprimarea legii din 1963, "Interest Equalisation Tax", după primul șoc petrolier; în Marea Britanie suprimarea controlului asupra schimbului valutar, în 1979; deschiderea parțială a pieței financiare japoneze, în 1983-1984; liberalizarea mișcărilor de capitaluri, prin Actul Unic European). Scopul a fost acela de a permite mobilitatea capitalurilor - atât geografică, cât și de substituire - din zonele excedentare, către zonele unde există penurie.

Expansiunea fără precedent a finanțelor globale este însoțită, în ultimii ani, de progresul piețelor de schimb valutar. De la simplul centru de conversie a monedelor naționale, subordonat, în esență, operațiunilor comerciale, piața valutară tinde să devină nucleul, centrul activităților financiare internaționale. Astăzi, trecerea de la o valută, la alta, adaptarea continuă a structurii portofoliului în devize, acordarea de credite într-o valută și restituirea lor în alta, au devenit operațiuni de rutină, datorită existenței unei game de operațiuni care permit, atât conversiunile, cât și acoperirea riscurilor aferente. Se observă, de asemenea faptul că, în ultimul timp, piața de schimb valutar a devenit, tot mai mult **interbancară**, rolul clienților persoane fizice fiind neînsemnat.

La originea fenomenului globalizării financiare se află, desigur, acei factori cu caracter structural, cum sunt deschiderea spațiilor naționale, progresul tehnic, reducerea cheltuielilor de transport ș.a., care țin, de fapt, de procesul de internaționalizare crescândă a economiilor. Trecerea la sistemul cursurilor flotante a fost primul pas, reprezentând, de fapt, în domeniul monetar, ceea ce liberalismul a însemnat

pentru sistemul comercial - o consecinţă a deschiderii pieţelor. Flexibilitatea, prevăzută iniţial de M. Friedman a fi relativ redusă în amplitudine, a fost, însă, infirmată de practică. Manifestările de dezaliniere, instabilitate pe termen scurt sau volatilitate de la o zi la alta, nu sunt deloc în concordanţă cu ceea ce au prevăzut teoreticienii monetarişti, în anii '60. Cu toate acestea, sistemul însuşi a reuşit să inventeze armele de autoapărare sau, pur şi simplu, metodele de reacţie. Astfel, una din virtuţile esenţiale ale pieţei valutare constă în procedeele originale de gestionare a neregularităţilor şi fluctuaţiilor devenite permanente.

Instaurarea regimului cursurilor flotante şi, drept urmare, creşterea exponenţială a operaţiunilor de schimb valutar au coincis cu perioada de expansiune a pieţei mondiale a fondurilor de împrumut, generată de eforturile de dezvoltare ale celorlalte regiuni ale lumii. Rezultatul îl reprezintă creşterea fără precedent a datoriei cumulate a ţărilor în curs de dezvoltare şi criza acestora.

Toate aceste dimensiuni globale ale problematicii finanţelor internaţionale determină şi-n acelaşi timp justifică, abordarea de la global (piaţa mondială) - către naţional (spaţiile naţionale). Totuşi, în măsura în care complexul monetaro-financiar este marcat de efectele politicii unor economii dominante, celelalte state fiind nevoite, adeseori, să recurgă la constrângeri sau intervenţii financiare ce ţin de propria solvabilitate, nu se poate face încă abstracţie absolută de cadrul economic naţional. Necesitatea menţinerii unei anumite autonomii de decizie crează permanente tensiuni, între dimensiunea mondială şi naţională a fenomenului financiar- monetar.

În plan teoretic, dacă impactul fenomenelor monetare asupra structurilor economice reale este destul de studiat şi cunoscut, dificultatea constă în determinarea relaţiei inverse,

până în prezent destul de puţin explorată. Recunoaşterea funcţiei monedei de "instrument al puterii", o analiză mai profundă din această perspectivă ar putea contribui la o mai bună înţelegere a relaţiilor complexe dintre evoluţia sistemelor productive şi modificările relaţiilor monetare la scară mondială. Astăzi, relaţiile monetare nu mai pot fi înţelese dacă sunt analizate în mod autonom, izolate de evoluţia relaţiilor economice reale (producţie, politici industriale, investiţii, comerţ internaţional). Totodată, există suficiente exemple de utilizare a monedei în scopuri diplomatice, drept instrument de negociere şi, adeseori, de dominaţie sau sfidare. Evoluţia organizării sistemului internaţional de plăţi reflectă, într-o mare măsură, evoluţia raporturilor de forţe, atât în plan comercial şi industrial, cât şi militar. Acest fapt este demonstrat de supremaţia deplină a dolarului, în perioada imediat postbelică şi evoluţiile ulterioare, către o lume multipolară.

De la simple scenarii sau exerciţii de economie-ficţiune, la analize temeinice ale forţelor şi mişcărilor aflate în joc, importanţa strategică a domeniului relaţiilor monetar-financiare internaţionale va continua să ne trezească interesul. Aceasta întrucât dezvoltarea finanţelor internaţionale reprezintă cea mai importantă evoluţie structurală şi instituţională din economia mondială, în ultimii douăzeci şi cinci de ani. Evoluţia, adeseori marcată de dezordini, a generat, în mod progresiv, o ordine total diferită de cea de altădată. Direcţiile de evoluţie ale ordinii monetare, coerenţa şi soliditatea sistemului financiar internaţional, într-o serie de puncte ale sale, ne îndreptăţesc să credem că am traversat o perioadă de profunde mutaţii. Criza sistemului financiar-monetar pe marginea căreia "s-a bătut atâta monedă" în trecut, este doar o aparenţă, fiind, de fapt, perioada de reforme şi adaptare la evoluţiile de ansamblu ale sistemului mondial către o economie deschisă, liberalizată şi privatizată. Dinamismul sis-

temului financiar, în ansamblu, al celui privat, îndeosebi, este edificator în acest sens.

Problema relațiilor monetare internaționale, adeseori controversată în plan teoretic, a fost și continuă să rămână un subiect cu un oarecare grad de dificultate. În acest sens, având drept țel călăuzitor două coordonate - simplificarea și rigoarea - vom încerca să îmbinăm diferitele modalități de abordare. O abordare istorică ne va ajuta să cunoaștem evoluția, permanența, importanța problematicii și rezultatele obținute. Abordarea "de la internațional către spațiul național", ne va permite înțelegerea evoluțiilor recente, caracteristice economiei mondiale. O analiză sumară a politicilor economice, în finalul lucrării, ne va permite să ne îmbogățim sfera cunoașterii și să ne formăm, pe cât posibil, propria noastră concepție.

În concluzie, făcând abstracție de caracterul speculativ, adeseori controversat sau incriminat, finanțele internaționale și componentele lor - piețele de capitaluri, tehnicile financiare - rămân, în continuare, un domeniu atractiv și fascinant, atât în plan teoretic, cât și în cel al practicii propriu-zise.

CAPITOLUL I

MONEDA INTERNAȚIONALĂ

> "Se pare că numeroase câmpuri economice se pretează studiului "via istoriae" și că, în anumite cazuri, este chiar imposibil să efectuăm cercetări serioase fără de aceasta".
>
> W. J. Baumol - "Towards a Newer Economics: the Future lies Ahead", The Economic Journal, Jan, 1991.

1. Scurt istoric: noțiuni fundamentale

Procesul de afirmare a națiunilor moderne și respectiv suveranitatea monetară a statelor a condus la utilizarea unei monede comune: la început, din aur și argint - în prezent monede naționale, ale căror puteri de cumpărare nu se mai limitează la țara de emisiune: dolar, liră sterlină, marcă. Aceasta înseamnă că deținătorii nu trebuie să fie neapărat cetățeni ai țărilor de emisiune.

Moneda a fost și rămâne un atribut al suveranității. "Moneda înseamnă putere", spunea, cu ani în urmă, economistul britanic Robert Harrod. În același timp, moneda reprezintă instrumentul principal de schimb. Sistemul monetar internațional trebuie să răspundă, deci, unei duble cerințe: să respecte suveranitatea monetară a statelor și să favorizeze relațiile economice între națiuni.

Unele state au renunțat, cel puțin parțial, la suveranitatea monetară. O serie de țări și-au legat moneda de o alta mai puternică: dolar, franc (exemplu: țările africane din zona francului; altele s-au atașat de marca germană: țări ca Belgia,

Olanda, Austria). Sistemul Monetar European (SME) implică, fără îndoială, un grad crescând de renunțare la suveranitate, pe măsură ce progresează Uniunea Economică și Monetară.

În prezent, persistă o serie de obstacole, de natură politică și economică, care nu permit realizarea unui sistem monetar stabil și unificat. Orice dereglare a sistemului monetar, în general, este însoțită de o criză a sistemului comercial, respectiv orice criză a sistemului monetar reprezintă în același timp o criză a comerțului internațional. Revirimentul protecționismului, în anii '70 și '80, are la origine instabilitatea monetară; raporturile de schimb au încetat să reflecte cu fidelitate pozițiile competiției internaționale.

Evoluția istorică a monedei, în general, reprezintă o "dematerializare" - de la moneda metalică, la moneda de hârtie și apoi, la cea scripturală. [1]

În ceea ce privește Sistemul Monetar Internațional,acesta poate fi definit, desigur, prin natura monedei sau monedelor utilizate, dar și prin ansamblul de reguli, instituții, infrastructuri și proceduri de intervenție. Rolul unui sistem monetar internațional modern trebuie să fie acela de a armoniza interesele " a priori" divergente ale statelor.

Teoriile monetare moderne au apărut odată cu "obsedanta" problemă a balanțelor de plăți, dacă îl citățm pe Jacques Rueff, legată de mecanismele monetare ce determină ajustările, respectiv menținerea balanțelor în echilibru. Dezbaterile pe seama interpretării balanței de plăți au condus la concluzia că aceasta reprezintă mai mult decât o simplă

1 Sumele curpinse în cadrul depozitelor bancare, înscrise în pasivul băncilor

situație contabilă, fiind, de fapt, un instrument de veritabilă analiză economică.

Expansiunea comerțului internațional este strâns legată de cea a monedelor internaționale, indiferent care este forma acestora. În prezent, piesele metalice (aur , argint, platină), descoperite de arheologi de-a lungul căilor comerciale, nu reprezintă decât valori de colecție. În același timp, circulația biletelor de bancă deține astăzi o proporție foarte mică, în cadrul tranzacțiilor pe piețele valutare. Moneda internațională este, deci, o monedă bancară, înscrisă într-un cont, fără reprezentare fizică, altfel spus, o monedă scripturală. Tranzacțiile se realizează de clienți, prin intermediul rețelelor moderne de telecomunicații. Iată de ce se spune că **moneda este dematerializată**. În baza conceptului de **dematerializare crescândă putem distinge**, în ordinea evoluției istorice, **patru forme de monedă internațională: moneda metalică, etalonul-aur, moneda gold-exchange standard și moneda flotantă.**

Primele instrumente monetare au fost, deci, piesele metalice din aramă, aur, argint, acestea reprezentând, de fapt, o formă specifică de troc: mărfurile se schimbau contra unui tip de marfă cu calități deosebite, cum sunt divizibilitatea, inalterabilitatea și maleabilitatea. Inițial, cursurile de schimb reprezentau o valoare obiectivă, putându-se determina în afara pieței. Valoarea pieselor din aur varia odată cu valoarea aurului însuși, cursul de schimb, între piesele cu gramaje diferite, fiind același. Verificarea acestora se efectua destul de ușor prin cântărire, costul operațiunii fiind, însă, destul de ridicat. Ulterior, prin baterea monedei, s-a înscris pe piesele în cauză o anumită valoare, ceea ce a însemnat **încredere** și renunțarea la verificarea conținutului în metal. S-a ajuns apoi la situația în care monedele cele mai

demne de încredere şi cele mai frecvent utilizate să reprezinte cursuri ce depăşeau valoarea lor în metal.

Piața de schimb se definea prin locul în care puteau fi schimbate monedele, unele contra altora, în baza valorilor faptice, sau garanției emitentului public (state, cetăți) ori privat. Uneori, monedele private s-au impus în fața celor publice: este cazul talerului din vremea regelui Carol Quintul [2], care se constituie ulterior în sursa de inspirație a dolarului. Acest taler era o piesă de argint de 24 grame, emisă de un proprietar de mine din Bavaria.

În decursul istoriei, aurul a fost considerat de 10-15 ori mai valoros decât argintul. Istoricul contemporan Paul Einzig, situează apariția piețelor de schimb în secolele V şi IV înainte de Cristos. Istoricii susțin chiar existența unor operațiuni primitive de arbitraj, care permiteau câştiguri din diferențele existente între cursurile de schimb "cotate" pe piață şi valoarea intrinsecă, reală a monedelor, determinată prin conținutul, respectiv greutatea metalului prețios. O monedă "subcotată" permitea, astfel, să se obțină mai ieftin metalul prețios.

Devalorizările inițiate de Neron în Roma antică, prin scăderea conținutului în metal, au condus la apariția fenomenelor speculative cu monedele romane. Fenomenele speculative şi de arbitraj vor fi din nou prezente în secolul al XIII-lea, prin apariția unui nou sistem de schimb, bazat pe hârtia-monedă. Grație imaginației finanțiştilor papali, în acea epocă vor apare şi primele contracte la termen, care vor permite stabilirea inițială a unui curs de schimb relativ, pentru

2 împărat german (1519-1556), fiul lui Filip cel Frumos, arhiduce de Austria şi al Ioanei de Castilia

operațiuni ce urmează să se deruleze mai târziu. Un contract din acele timpuri, referitor la vânzarea unei recolte olandeze, stipula respectarea unei rate de conversie între moneda importatorului şi cea a exportatorului, indiferent care va fi cursul de schimb constatat în momentul livrării efective a recoltei. Secolul al XVI-lea a reprezentat dezvoltarea unor adevărate tranzacții strict financiare pe primele piețe la termen, motivate, ca şi astăzi, prin ideea speculării asupra cursurilor sau, dimpotrivă, prin dorința de a se pune la adăpost contra riscului de depreciere. Aceste piețe iau avânt îndeosebi în secolele XVIII şi XIX.

1.1. Procedurile de devalorizare

În cazul unui sistem monetar metalic, devalorizarea reprezintă diminuarea raportului între conținutul în metal prețios şi valoarea nominală înscrisă pe monedă. O metodă similară este şi creşterea valorii nominale a monedelor. Aceste devalorizări reprezentau, de fapt, o creştere automată a prețului relativ al matelului prețios.

Cea mai veche devalorizare cunoscută a fost realizată de regele grec Solon, în jurul anului 594 înainte de Cristos. Istoricii consideră că procesul de devalorizări repetate, început în timpul lui Neron, în secolul I al erei noastre şi continuat până la sfârşitul secolului IV, a condus la căderea imperiului roman, întrucât devalorizările nu aveau pe atunci rolul de a îmbunătăți situația conturilor externe. Mercantiliştii, în secolele XVI- XVIII, susțineau ideea excedentului balanței comerciale; în acelaşi timp, devalorizarea era considerată drept un act de sărăcie, de scădere a avuției naționale.

Sistemul etalonului-aur a fost predominant în secolul XIX, conviețuind cu sistemul etalonului-argint. Se distinge de acesta din urmă prin importanța pe care o dobândesc treptat biletele de bancă şi moneda scripturală. Evoluția sistemului

etalon-aur se va caracteriza, atât prin convertibilitatea în aur, cât şi prin apariția, înființarea acelor instituții capabile să asigure garantarea convertibilității în aur şi, totodată, suplețea valorii monedelor imateriale, certificată de acestea. Astfel, o instituție publică care poate fi cea de emisiune, sau trezoreria, trebuie să garanteze convertibilitatea biletelor în aur, în virtutea principiului "**Gold Specie Standard**". În cadrul acestui sistem, paritatea unei monede se definește prin conținutul în metal prețios. De exemplu, dacă francul francez valora, până în 1914, 0,2903 gr.aur, deținătorul unui cont de 3.500 F. la o bancă franceză se putea prezenta la ghişeele acesteia, solicitând suma de 3.500 F. în bilete de bancă, pe care, apoi, le putea preschimba la Banca Franței, în echivalentul de aproximativ 1 kg. de aur (3.500 x 0,2903).

Dacă la început se putea solicita preschimbarea oricărei sume sau valori, după primul război mondial apar restricții (1925, în Anglia şi 1928, în Franța - s-au fixat praguri minime, care permiteau conversia unor sume necesare pentru obținerea a cel puțin un lingou de aur (**principiul Gold Bullion Standard**).

Astfel, pe plan intern, procedeul convertibilității în aur se prezenta sub forma unui sistem cu trei etape:

Procesul convertibilității în aur

Persoane fizice / întreprinderi deținătoare de	→	depozite
le pot converti la bănci în	→	bilete de bancă
pentru a obține apoi de la instituția de emisiune (Banca Centrală)	→	aur

De remarcat că nerezidenții, deținători de bilete de bancă, se bucurau de acelaşi drept de convertibilitate în aur, ca şi rezidenții.

1.2. Determinarea cursurilor de schimb

Schimbul între două monede este paritar, atunci când o anumită cantitate de monedă schimbată contra alteia permite obținerea aceleaşi cantități de metal prețios pe piață. Cursul pe piața de schimb, care se supune legilor cererii şi ofertei, poate fi, deci, identic cu paritatea.

Regimul etalonului-aur permitea, în principiu, garantarea "de la sine" a stabilității cursurilor de schimb, fără intervenții pe piață, din partea băncii centrale. Etalonul-aur este, deci, un regim al cursurilor fixe; existența unei marje de flotare este totuşi posibilă. [3]

Devalorizarea, în regimul etalonului-aur, reprezenta modificarea parității oficiale a monedei, respectiv a greutății sale în aur. În ciuda faptului că bilanțul global asupra funcționării sistemului etalonului-aur este contraversat, trebuie să recunoaştem că aceasta a asigurat stabilitatea parităților şi, respectiv, a cursurilor de schimb.

Cu timpul, însă, băncile centrale au început să se comporte ca instituții cu autoritate morală, independente, capabile să emită bani, fără ca aceştia să fie în mod strict acoperiți prin cantități echivalente de aur sau argint. Aceasta, întrucât exploatările de rezerve naturale de aur nu evoluau în acelaşi ritm cu necesitățile de lichidități impuse de creşterea economică. Siguranța oferită de aur nu mai reprezenta mare

3 fixitatea cursului de schimb presupunea o marjă de fluctuație de ± 1%

lucru, comparativ cu cea impusă de biletele de bancă. Astfel, la sfârşitul primului război mondial, convertibilitatea în aur a fost suspendată aproape în toate țările, cu excepția Statelor Unite, care au interzis băncilor sale, abia în 1933, plățile în aur şi, respectiv, deținerea aurului de către particulari. Această detaşare a fost posibilă datorită încrederii deținătorilor de bani în banca centrală şi, totodată, față de o anumită guvernare, încredere care s-a extins, apoi, asupra deținătorilor străini de monedă națională, care au acceptat să o păstreze ca atare, fără convertire în aur. S-au întrunit, astfel, condițiile psihologice necesare pentru instaurarea unui nou sistem, bazat pe o **deviză-cheie**: acea monedă națională dotată cu atribuții de monedă internațională, la fel de bună ca şi aurul, ce putea fi deținută în rezervele băncilor centrale. Aşa s-a ajuns la regimul "**Gold Exchange Standard**".

Instaurarea sistemului "Gold Exchange Standard", în anii 1920 şi apoi după cel de-al doilea război mondial, s-a realizat prin interpunerea unui "etaj" suplimentar în procesul de convertibilitate. Caracteristica sistemului "**Gold Exchange Standard**" consta în faptul că băncile centrale puteau constitui rezerve, atât în aur, cât şi în devize forte sau cheie. Lanțului depozite-bilete-aur i s-a substituit deci, lanțul depozite-bilete- devize-aur.

Astfel, persoanele fizice sau juridice nu mai pot solicita la Banca Centrală conversia în aur a biletelor pe care le dețin; etalonul-aur inițial s-a transformat într-un etalon-aur denaturat, incapabil de acum înainte să impună spontan fixitatea cursurilor de schimb.

Procesul de convertibilitate depozite-devize

Persoane fizice / întreprinderi deținătoare de	→	depozite
ce pot fi convertite în bănci în	→	bilete
pentru a obține la Banca Centrală care	→	depozite (valută)
păstrează în rezervă creanțe în dolari, sau le poate converti la Trezoreria americană	→	contra aur

Statele Unite ale Americii, emitente ale devizei puternice - moneda-cheie - fixau raportul de schimb al dolarului contra aur. Celelalte țări, ale căror monede erau convertibile în moneda-cheie, trebuiau să definească o paritate față de dolar. Cu toate acestea, în mod simbolic, monedele naționale puteau fi definite în aur. Astfel, 1 dolar era echivalentul a 0,88867 grame aur, sau 35 dolari reprezentau o uncie. Dacă Marea Britanie declara o paritate de 1 liră sterlină pentru 7,293 grame aur, se putea deduce că 1 liră sterlină = 8,207 dolari (7,293/0,88867). Astfel, în cazul regimului "Gold Exchange Standard", devalorizarea consta în diminuarea raportului de schimb declarat (diminuarea de parități), fie între conținutul în aur al monedei naționale, fie între moneda-cheie şi moneda națională.

Conjunctura economică a anilor 1920 şi 1930, precum şi stadiul cooperării internaționale au făcut ca sistemul să nu supraviețuiască. Modificările aduse prin acordurile de la Bretton-Woods au instituit, de fapt, o variantă a sistemului inițial, "Gold Exchange Standard". Nu s-a reuşit însă evitarea

obstacolelor din experiența antebelică, întrucât evoluția economiei mondiale, în ansamblu, a condus la situația din anul 1971, când SUA nu au mai fost în măsură să asigure conversia în aur a dolarilor, producându-se, astfel, desființarea celui de-al patrulea etaj al procesului de convertibilitate.

1.3. Monedele flotante

Monedele "flotante" sau "fluctuante" se caracterizează prin desființarea oricărui tip de ancoraj față de metalul prețios sau deviza-cheie , permițându-se, astfel, fluctuarea liberă a cursului de schimb. Noțiunea de paritate dispare, fiind înlocuită cu cea de curs de schimb sau, pur și simplu, curs. Dispare, de asemenea, în cadrul sistemului cursurilor flotante, termenul de devalorizare, legat de definirea unei parități oficiale sau unui punct de ancoraj. În consecință, monedele **se depreciază** sau **se apreciază** în raport cu altele, pe piața valutară, guvernată de legea cererii și ofertei.

Moneda internațională este astăzi, în principiu, totalmente dematerializată; băncile centrale nu mai sunt obligate să garanteze conversia între monede. Un sistem pur al cursurilor flotante presupune neintervenția băncilor centrale pe piața valutară. Acumularea și deținerea de rezerve nu mai este necesară. În realitate, însă, băncile centrale și-au conservat rezervele în aur și majorat, pe cât posibil, pe cele în devize. Aprovizionarea în devize se realizează pe piețele valutare, la cursurile în vigoare, determinate prin jocul liber al cererii și ofertei. Orice monedă națională poate deveni internațională, din momentul în care intră în circuitul unei piețe valutare internaționale. În prezent, dolarul, care și-a pierdut convertibilitatea în aur, nu mai deține privilegii instituționale în raport cu marca, yenul sau francul, rolul său de principală monedă

internațională fiind motivat prin superioritatea economică și geopolitică a Statelor Unite ale Americii.

Din anii 1971-1973, când a fost instituit regimul flotării, sistemul monetar internațional a fost aproape în totalitate "dematerializat" sau, mai precis, detașat de orice referință la aur, funcționând pe două etaje: depozite - devize. Aurul cuprins în depozite la băncile centrale nu mai joacă un rol activ.

1.4. Dematerializarea monedei - proces inversibil

Atât monedele metalice, cât și cele moderne, dematerializate, presupun o garantare a puterii lor de cumpărare. Despre monedele metalice, care au la bază valoarea metalului prețios, se spune că au **valoare intrinsecă**. În schimb, monedele dematerializate nu reprezintă, practic, nici o valoare - excepție făcând doar emisiunile deosebite, comemorative. Garantarea valorii este un atribut al guvernelor, statul modern garantând emisiunile de titluri monetare. Neîncrederea în moneda națională generează hiperinflația - caracteristică unor țări din America Latină sau din estul Europei; aceasta se explică și prin lipsa de credibilitate cu privire la garantarea puterii de cumpărare.

În mod progresiv, concomitent cu consolidarea organismelor financiare, băncile acaparează domeniul emisiunii monetare. Cu toate acestea, statul nu se retrage decât în aparență, devenind ultimul garant.

Dezvoltarea **inovațiilor financiare** sau, altfel spus, **produselor financiare noi** în unele țări (SUA, Franța, Marea Britanie și, ceva mai târziu, cu unele rezerve, în Germania, Japonia ...) poate fi considerată o nouă etapă în evoluția formelor de monedă. Aceste "produse noi" permit evitarea deținerii de bani lichizi, atât sub forma de bilete de bancă, cât

și de depozite. Plasamentele remunerate favorabil pe piața valutară pot fi, însă, transformate aproape instantaneu în depozite. Dezvoltarea acestui tip de "economie fără monedă" (cashless economy) explică astăzi confuzia ce domnește în definițiile oficiale ale monedei.

În anii 1970-1980, s-a crezut că "mâna invizibilă" și armonizantă a concurenței s-ar putea aplica și în domeniul monetar și financiar. Întrucât băncile aveau tot interesul să se bucure de credibilitatea unor pături largi de clienți, s-a crezut atunci că intervenția statului nu ar mai fi necesară. Economistul ultraliberal F.A.Hayek, a preconizat "denaționalizarea monedei", ceea ce presupune ca moneda să fie emisă integral de către băncile aflate în concurență.

În zilele noastre, ca urmare a crizei economice generalizate, ceea ce a preconizat Hayek nu a fost transpus în practică, statul continuând să-și exercite monopolul de emisiune și garantare asupra monedelor (băncile centrale au fost și sunt naționalizate în toate țările lumii). Rolul băncilor centrale a fost și rămâne acela de a coordona activitățile interbancare, de a centraliza rezervele monetare și de a reglementa evoluția acestora, până în momentul în care acoperirea metalică a putut fi definitiv suspendată.

Suspendarea convertibilității metalice a avut drept obiect, la început, piesele cu valoare intrinsecă, respectiv monedele de argint și biletele sau depozitele la vedere. Ulterior, tot mai multe țări au extins-o pe plan extern, pentru ca, în final, după decizia președintelui Nixon de a suspenda, în august 1971, convertibilitatea în aur a dolarilor deținuți de băncile centrale, aceasta să fie unanim acceptată.

Această evoluție explică **caracterul continuu și ireversibil al tendinței de dematerializare a monedei**. Ea subliniază, totodată, **întârzierea evolutivă a sistemului monetar internațional, comparativ cu sistemele monetare naționale**, întrucât aurul și-a exercitat influența mult mai multă vreme în sfera relațiilor internaționale.Ideea dematerializării este însă foarte veche. În antichitate, Platon, spre deosebire de "metalistul" Aristotel, a propus utilizarea în interiorul țării a unei monede fără valoare intrinsecă, metalele prețioase urmând a fi folosite numai în cadrul relațiilor economice internaționale.

Din punct de vedere istoric, dematerializarea mijloacelor de plată internaționale a precedat dematerializarea monedei naționale, întrucât, cum este lesne de presupus, transferurile de monedă metalică la distanțe mari erau dificile, costisitoare și riscante. Într-o lume a pirateriei, comerțul a necesitat inventarea unor instrumente de plată imateriale. Cambia, prin care, după cum spunea Montesquieu, comerțul a putut evita violența, este foarte veche: o întâlnim în relațiile între Babylon și asirieni. Aceste cambii, destul de apropiate de ceea ce reprezintă astăzi modernele cărți de credit, presupuneau o obligație de plată în țările de destinație. Se transportau, astfel, hârtiile de valoare și nu monedele, sau metalele prețioase. Începând cu secolul al XIII-lea, contractele notariale și cambiile încep să substituie progresiv piesele metalice. În decursul secolului al XVII-lea, aceste titluri devin andosabile, respectiv transmisibile până la scadență, într-un număr de ori aproape nelimitat. Sub impulsul negustorilor și bancherilor italieni, apar primele burse pentru operațiuni de schimb cu hârtii de valoare. Aceste instrumente de plată și credit au permis evitarea legilor care, în religia catolică și musulmană, interziceau împrumuturile cu dobândă, proces care a durat până la revoluția franceză. Asemenea inovații financiare s-au răspândit și perfecționat, incluzând dobânda în cursul de schimb. Această practică nu a dispărut decât în secolul XVIII, cu toate că dogma bisericească fusese abandonată de multă vreme, mai întâi în țările protestante și, ul-

terior, în cele catolice. Prin protestantism, ascetismul pur contemplativ va fi înlocuit cu o doctrină pragmatică - aceea a **efortului ascensional prin muncă**. Banul se va sacraliza, devenind "chitanță divină" drept răsplată pentru strădania terestră a omului[4]. Opera sociologică a lui Max Weber, "Etica protestantă şi spiritul capitalist" (1905) analizează trecerea de la o concepție religioasă care refuză banul, la o confesiune care îl acceptă în sistemul său de valori. Masa bănească acumulată devine capital; poziția weberiană față de originea capitalismului, prin susținerea confesiunii protestante drept factor determinant, generator al acestui sistem, a suscitat multe comentarii şi rezerve din partea filosofilor, sociologilor şi economiştilor. Weber consideră că protestantismul reprezintă unul din resorturile fundamentale ale economiei capitaliste. El remarcă faptul că patronii de întreprinderi capitaliste prospere, deținătorii de mari capitaluri, personalul eficient şi calificat, absolvenții de licee de profil tehnic şi industrial sunt, cu precădere, protestanți fervenți, spre deosebire de catolici, care "tind să rămână în artizanat". Pragmatismul tranşant al protestantismului a contribuit enorm, după Max Weber, la edificarea "spiritului capitalist al raționalismului economic". Preocuparea față de bunurile acestei lumi presupune datoria de a câştiga pâinea zilnică şi de a acumula capital. Noua etică presupune "mai mult" şi "mai bine", legitimând astfel utilitarismul, atât în economie, cât şi în toate domeniile vieții sociale. Concilierea religiei protestante cu spiritul banului s-a făcut totuşi treptat. "Va veni vremea când Adam Smith va demonstra că ...nu ne adresăm umanitarismului din semenii noştri, în cadrul activităților

4 vezi Max Weber - "Etica protestantă şi spiritul capitalist" - traducere în limba română la Ed. Humanitas, București, 1994.

utilitar-economice, ci egoismului lor... Nu le vorbim niciodată în chip real, despre propriile noastre nevoi, ci despre avantajele pe care le-ar putea avea, intrând în relație cu noi "... Aşa s-a ajuns la libera inițiativă şi piața liberă, prin interesul urmărit de fiecare individ în afaceri. Munca neîncetată şi profitabilă, vocația pentru o anumită meserie, succesul în muncă, implicit fructul ei, vor echivala cu binecuvântarea divină, conducând la expansiunea ocupațiilor pragmatice, economice.

Moneda fiduciară [5] - biletul de bancă, îşi face apariția în Europa, la sfârşitul secolului al XVIII-lea, utilizarea sa generalizându-se în timpul revoluției franceze. În acelaşi timp, pieţele monetare naționale se separă de cele internaționale. Cu toate că Amsterdam a fost prima piață financiară internațională, lira sterlină s-a impus drept monedă internațională. Chiar şi în prezent, piața Londrei continuă să fie cea mai importantă, cu toată marginalizarea lirei sterline şi hegemonia dolarului.

Olanda este, de asemenea, la originea procesului de multinaționalizare bancară, odată cu apariția noului instrument - moneda bancară sau scripturală, care permite transferul de fonduri prin simple operațiuni de înregistrare contabilă. Începând cu secolul al XIX-lea, dezvoltarea sistemului bancar şi dezvoltarea rețelelor moderne de comunicații a permis expansiunea acestor instrumente "dematerializate".

Dematerializarea monedei nu este posibilă, aşa cum am văzut, decât în cazul în care încrederea în unitățile emitente este suficient de puternică. Crearea băncilor centrale în

5 de la latinescul "fiducia", respectiv "încredere"

secolul trecut, în prezent mai mult sau mai puțin independente de puterea politică, a permis această evoluție.

Băncile de emisiune europene: foarte puține sunt cu adevărat independente

Banca de emisiune	Independență sau nu față de puterea politică	Mandatul conducătorilor (posibilitatea de revocare)
1. Deutsche Bundesbank	da	8 ani (imposibil)
2. Bank of England	nu	4-5 ani (imposibil)
3. Banque de France	nu	nedeterminat (posibilă în orice moment)
4. Banca d'Italia	nu	(posibilă în orice moment)
5. De Nederlandsche Bank	De facto	7 ani (dificilă)
6. Banque Nationale de Belgique	O cooperare strânsă este necesară	3 la 6 ani (dificilă)
7. Central Bank of Ireland	într-o mare măsură	5 - 7 ani (imposibilă)
8. Danmarks Nationalbank	într-o mare măsură	nederminat (dificilă)
9. Banco de España	nu	3 - 4 ani (posibilă în orice moment)
10. Banco de Portugal	parțială	5 ani (posibilă)
11. Banca Națională a Greciei	nu	3 - 4 ani (posibilă în orice moment)

Sursa: Monnaie - théories et politiques - Ed. Dalloz, Paris, 1994, p.145.

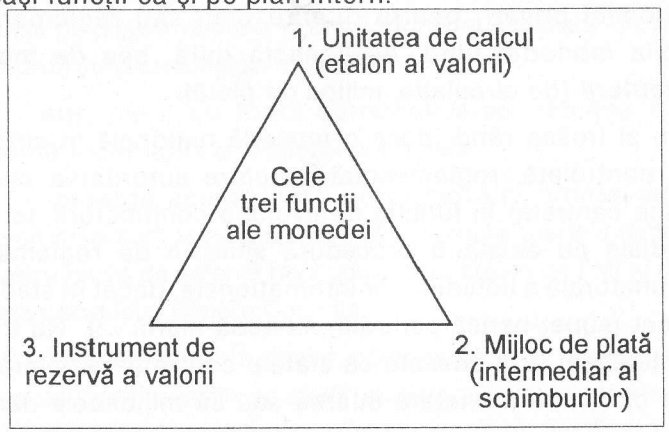
Etalonul-aur, predominant în acea perioadă (sfârșitul secolului al XIX-lea și începutul secolului al XX-lea), nu a constituit nicidecum un obstacol. Absența unei instituții internaționale credibile a întârziat, însă, demonetizarea aurului în cadrul relațiilor economice internaționale. [6]

1.5. Rolul actual al monedei în relațiile economice internaționale

"Money is that money does"

(F.A.Walker)

În cadrul relațiilor internaționale, moneda îndeplinește aceleași funcții ca și pe plan intern:



- Unitate de calcul (etalon al valorii)
- Mijloc de plată și circulație (intermediar al schimburilor)
- Instrument de rezervă a valorii.

6 R. Triffin - "Le systéme monétaire international" (1969) - Paris, FDE et CLE - pag.53

În spațiul economic mondial apar o serie de particularități. O primă particularitate constă în diversitatea monedelor naționale: astfel, **moneda-etalon al prețurilor și mijloc de circulație are, în primul rând, un caracter local și politic**. Distincția între monedele naționale și internaționale nu este foarte strictă: tot mai multe monede au devenit astăzi internaționale, servind reglementării tranzacțiilor comerciale și financiare între state. Există însă și situația când o monedă internațională, națională sau specifică poate servi drept mijloc de circulație într-o țară, alta decât cea de emisiune.

A doua particularitate constă în faptul că monedele ce servesc reglementărilor internaționale sunt deținute atât de autoritățile monetare, în sopul finanțării soldurilor balanțelor de plăți - **funcția de monedă de rezervă**, cât și de agenții economici privați, pentru diferite plăți sau reglementări - funcția monedei fiind, de această dată, cea de **monedă vehiculară** (de circulație, mijloc de plată).

În al treilea rând, dacă o monedă națională în circulație este controlată, reglementată de către autoritatea centrală (banca centrală) în funcție de evoluția conjuncturii, la scară mondială nu există o procedură similară de reglementare conjuncturală a lichidităților internaționale, decât în stadiul de proiect (super-bancă centrală, monedă-marfă ...). Nu trebuie să înțelegem prin aceasta că statele controlează în mod absolut circulația monetară internă sau că mijloacele de plată internaționale scapă în totalitate acestei supervizări.

Din punct de vedere istoric, se constată că procesul de dematerializare pe plan național și internațional nu a progresat în același ritm. Totodată, procesului de centralizare monetară națională i se opune, pe plan internațional, tendința de disociere funcțională a monedelor internaționale: dolar, monede vehiculare, D.S.T., monede de rezervă, pseudo-etalon, acesta fiind sensul evoluției contemporane.

Moneda internațională în sens restrâns. În această primă accepțiune, moneda internațională este formată din activele deținute de băncile centrale, oficiile de schimb, fondurile de stabilizare a schimburilor sau fondurile altor instituții cu funcții analoage, utilizabile pentru finanțarea soldurilor balanțelor de plăți. F.M.I. include în rezervele oficiale de devize și creanțele asupra străinătății sub formă de tezaur, împrumuturile de stat pe termen scurt sau lung și alte creanțe, inclusiv creanțele nenegociabile, rezultate din aranjamente între băncile centrale și guverne.

Moneda internațională, în sens restrâns, se compune deci din:

- **monede de rezervă**, în principal dolarul, care este, în același timp, și monedă de intervenție, cumpărată sau vândută de băncile centrale pe piețele valutare - contra monedei naționale - în vederea stabilizării cursului acesteia din urmă;

- **aur**, care, cu toată demonetizarea, rămâne o componentă importantă a rezervelor oficiale;

- **creanțe asupra FMI**, corespunzând "tranșei-aur" sau "supratranșei-aur", la care se adaugă drepturile speciale de tragere, ca instrumente de rezervă necondiționate, create de FMI și care nu circulă decât între Băncile Centrale.

Pe lângă aceste instrumente, conform părerilor unor autori, mai putem adăuga "facilitățile de credit" cu caracter condiționat: swap-uri, tranșe de trageri condiționate, credite stand-by ale FMI, tragerile efectuate de o țară aparținând "Clubului celor 10", în cadrul acordurilor generale de împrumut.[7]. Unele țări încadrează în rezervele oficiale și poziția netă a băncilor comerciale în exterior.

---

7 vezi Réné Sandretto: "Le pouvoir et la monnaie", 3e ed., Economica Paris, 1994

După părerea noastră, moneda internațională, atât în sens restrâns, cât și în sens larg, nu trebuie să includă decât activele imediat disponibile și necondiționate, cu putere de cumpărare internațională.

Moneda internațională în sens larg cuprinde, pe lângă rezervele oficiale, activele în devize deținute de agenții privați, în scopul finanțării tranzacțiilor internaționale private. În acest sens, băncile centrale constituie depozite utilizate drept fonduri de rulment pentru plățile efectuate de clienți, dar și pentru operațiuni pe cont propriu. Băncile dispun în străinătate de rețele de corespondenți, prin care operează mișcările de lichidități internaționale, prin simple operațiuni scripturale: înregistrări în debitul sau creditul diferitelor conturi, în baza transferurilor telefonice, telegrafice, telex sau prin satelit și ordinatoare. Astfel, bilanțul unei bănci cuprinde:

- **conturile "nostri"**, respectiv activul băncii în devize, față de corespondenți;

- **conturile "vostri"**, pasivul respectiv activului în monedă națională, deținut de corespondenți;

- **conturile "lori"**, în devize, aparținând clienților rezidenți și non-rezidenți.

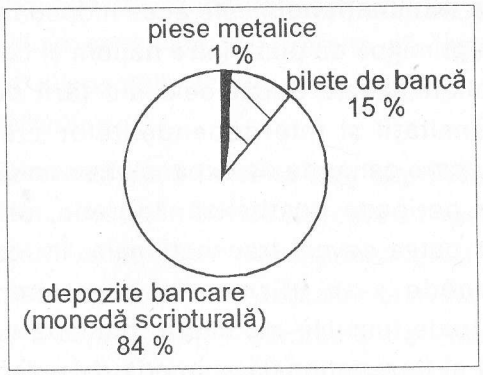
Soldurile conturilor "vostri" și "lori" reprezintă sursele sau angajamentele băncii, rezultând din operațiunile de împrumut solicitate, din operațiunile clientelei, sau, la inițiativa băncilor din străinătate, creșterea depozitelor în respectiva bancă. Activele din contul "nostri" reprezintă utilizări de fonduri și creanțe asupra străinătății (dreptul de a se retrage un depozit în orice moment). Diferența - pozitivă sau negativă - între active și angajamente reprezintă **poziția externă a băncii** (în devize sau monedă națională) sau, global, poziția externă a sistemului bancar național.

Moneda transnațională este acea monedă națională ce servește drept mijloc de plată între națiuni și care circulă în spații naționale, altele decât cele ale țării de emisiune. Datorită densității și interdependențelor crescânde ale rețelelor bancare generate de expansiunea comerțului internațional, în perioada postbelică, teoretic, orice monedă națională ar putea deveni transnațională. În realitate, doar câteva monede s-au afirmat în acest sens. Dolarul cumulează toate funcțiile monetare: monedă națională, internațională și transnațională, monedă de rezervă, monedă vehiculară, monedă de intervenție și, până în 1973, monedă-etalon, aceasta fiind singura funcție pierdută, după această dată.

În perioada postbelică putem spune, deci, că dolarul american reprezintă "moneda cheie" a sistemului de schimb internațional. În trecut, lira sterlină a deținut această funcție. În absența unui organism emitent internațional credibil, procesul de dematerializare a evoluat concomitent cu procesul de afirmare a unor monede naționale, devenite credibile datorită puterii, respectiv forței economice a națiunii emitente.

Visul lui Keynes, cu privire la o monedă supranațională, materializat, am putea spune, în experimentul drepturilor speciale de tragere (DST) emise de FMI, începând cu anul 1970, este însă, departe de a deveni realitate, datorită efectului limitat al acestora.

În virtutea evoluției către dematerializare, structura mijloacelor de plată din anii '90 se prezintă astfel:



Moneda oficială și moneda privată. Banca centrală intervine în calitate de **creditor în ultimă instanță**, în măsură să aprovizioneze celelalte bănci în situația de penurie de monedă oficială. În cazurile de **risc de sistem**, această funcție survine automat; în cazurile de faliment izolat, banca centrală nu intervine. Sistemele de asigurare pentru depozite, mai mult sau mai puțin instituționalizate, intervin în asemenea situații pentru a-i despăgubi pe deponenți.

O altă particularitate constă în faptul că moneda internațională este mai **denaționalizată** decât moneda națională, paradoxul explicându-se prin absența autorității internaționale de tutelă. Astfel, dolarii, din momentul în care sunt deținuți de nerezidenți, nu mai pot fi supuși controlului autorităților monetare americane. Un depozit în dolari la o bancă europeană crează ceea ce s-a numit **eurodolari**, fără intervenții, nici din partea țării de origine, SUA, nici din partea țării gazdă. Unele bănci europene au creat **moneda ECU privată,** fără legătură cu **ECU oficial** și fără creditor afișat în ultimă instanță ... . Această privatizare sau bancarizare a monedei internaționale a trezit suspiciuni sau temeri, care au determinat negocierea unor reguli de conduită internaționale (ratios Cooke).

CAPITOLUL II

SISTEME MONETARE INTERNAȚIONALE ȘI MONEDE NAȚIONALE DOMINANTE

Evoluția relațiilor monetare internaționale reprezintă, în accepțiunea multor autori, istoria unor repetate eșecuri.[1] În decursul timpului, nici unul din sisteme nu a reușit să se impună cu adevărat, fără a suscita critici, controverse sau proiecte de reformă. Sistemul etalonului-aur, bazat inițial pe convertibilitatea deplină a monedelor naționale în metalul prețios, a fost la început solid și stabil. Întrerupt prin crize puternice, sistemul a dăinuit aproape 100 de ani, în Marea Britanie și mai puțin în celelalte țări, în prezent industrializate. În ceea ce privește sistemul Bretton-Woods, între instalarea sa definitivă - anul 1958 și prăbușirea sa, în anii 1971-1973, au trecut doar 15 ani. Ulterior, monedele convertibile s-au supus unui regim de fluctuație fără referință la un etalon fizic. Modalitățile de funcționare, respectiv regulile jocului, nu mai sunt fixe. Perioada flotării generalizate a fost, la rândul său, marcată de instabilitate, krahuri la bursele de valori, amplificarea fără precedent a fenomenului speculativ, ceea ce a condus, în practica relațiilor internaționale, la procedurile de politică economică concertată - de coordonare a cursului de schimb (acordurile Plaza și Louvre) și respectiv, de consolidare a sistemului monetar european.

---

1 vezi J.M.Siroën - "Le désordre monétaire international" - Hatier - Paris, 1991 și R.Sandretto - "Le pouvoir et la monnaie" - Economica, Paris, 1993

Acestea sunt motivele pentru care literatura economică caracterizează ultimii 20-25 de ani drept **o perioadă de dezordini monetare** și, mai mult decât atât, drept **perioada de criză generalizată a sistemului însuși**.

Dacă avem, însă, în vedere evoluțiile spectaculoase ale sistemului financiar-monetar în ansamblul său, apariția și consolidarea piețelor euromonetare, piețelor valutare, instrumentelor financiare noi, centrele financiare emergente, offshore și volumul propriu-zis al operațiunilor financiare, putem aprecia că este vorba doar de o criză aparentă. Traversăm, de fapt, acea perioadă de mutații, adaptări și reforme, în cadrul căreia caracterul inovator schumpeterian este evident.

2.1. Noțiunea de sistem monetar internațional

Sistemul monetar internațional nu poate fi definit doar prin natura monedei internaționale de referință. El reprezintă, de fapt, ansamblul de reguli, instrumente, organisme și piețe referitoare la crearea, valorificarea și circulația monedelor internaționale. Calitatea unui sistem monetar internațional nu trebuie apreciată doar prin calitatea monedei internaționale de referință, ci, în primul rând, prin capacitatea sistemului de a asigura o mai bună repartizare a resurselor, care să permită resorbția dezechilibrelor interne sau externe, ce pot să apară pe parcurs.

Pe lângă forma și natura monedei internaționale, trebuie să definim, în continuare, regimul de schimb, regulile acestuia și procedurile de ajustare. În acest sens, în prezent distingem **patru mari categorii de regim de schimb**.

Inconvertibilitatea externă totală reprezintă regimul aplicat de unele țări în curs de dezvoltare și fostele țări socialiste. Aceasta presupune un sistem organizatoric centralizat, care interzice întreprinderilor și persoanelor fizice să dețină monedă internațională fără aprobare sau autorizare;

organismul central decide asupra alocării resurselor în devize. Importatorii și exportatorii sunt obligați să justifice operațiunile efectuate și să cedeze valuta obținută. Inconvertibilitatea este incompatibilă cu existența unei piețe valutare legale. Definirea unei parități oficiale de referință este, însă, posibilă. Adeseori, inconvertibilitatea presupune un regim de cursuri de schimb multiple, respectiv cursuri specifice diferitelor tipuri de operațiuni (turism, importuri de primă necesitate ș.a.), permițându-se, astfel, intervenția guvernului în materie de prețuri. Inconvertibilitatea poate fi, desigur, parțială. În sens invers, convertibilitatea deplină implică liberalizarea completă, respectiv ridicarea oricărui control asupra schimbului valutar.

Regimul cursurilor fixe. Într-un sistem al cursurilor fixe, autoritățile monetare mențin cursul de schimb la o paritate determinată în raport cu un etalon: aur, monedă străină sau coș de valute. Fixitatea nu este însă, absolută; cursul poate fluctua între anumite marje: ± 2,25% (în cazul sistemului monetar european) sau ± 1% (în cadrul sistemului de la Bretton-Woods) în jurul parității oficiale, deci în cadrul unei limite strânse, denumită marjă de fluctuație. Într-un asemenea regim, puterea publică intervine în mod necesar pe piață, în vederea respectării angajamentelor de menținere a parității monedei. În cazul în care această paritate nu mai poate fi menținută, se procedează la devalorizare sau reevaluare, ca urmare a unui act oficial. Acest regim este compatibil cu o convertibilitate parțială a monedei.

Existența pieței de schimb valutar nu este absolut necesară. Organizarea unui sistem de compensare internațională (clearing) permite limitarea reglementărilor internaționale la soldurile externe. Băncile centrale evită, astfel, să dețină și să manipuleze stocuri mari de devize. Între anii 1950-1958, Uniunea Europeană de Plăți a jucat acest rol de

"cameră de compensare" pentru țările europene, anul 1958 reprezentând reîntoarcerea la convertibilitatea monedelor europene. Unii economiști au susținut, acum câțiva ani , introducerea unui sistem asemănător, care să favorizeze schimburile între țările membre ale fostului CAER.

Flotarea pură reprezintă teoretic situația în care autoritățile monetare renunță să declare o paritate, abandonând orice referință la un punct de ancoraj. Singurul angajament al băncilor centrale rămâne acela de a nu interveni în nici un fel pe piața de schimb valutar, rezervele în devize pierzându-și utilitatea. Cursurile de schimb vor fi, astfel, determinate în exclusivitate pe piață.

Flotarea impură sau **dirijată** reprezintă regimul actual de schimb. Cursurile sunt, desigur, determinate pe piață, însă autoritățile monetare pot interveni pentru a aduce aceste cursuri la nivelul dorit de puterea centrală. Intervențiile de acest gen pot fi izolate sau **concertate** (conform acordurilor de la Plaza - 1985).

În perioada antebelică, reglementările internaționale în materie monetară erau definite în cadrul Societății națiunilor. După război, regulile jocului sau, altfel spus, reglementările monetare internaționale, au fost definite prin statutul FMI, modificat de două ori până în prezent: odată pentru a permite instituirea drepturilor speciale de tragere (1969) și, ulterior, pentru legalizarea sistemului generalizat de flotare (1978).

Sistemul Monetar European, reglementat în cadrul CEE, (ultima evoluție instituțională fiind reprezentată prin acordurile de la Maastricht – 1992), stabilește marjele de fluctuație și modalitățile de intervenție pe piață. În general, asemenea reglementări pot conferi un rol aparte unor monede (cazul dolarului în cadrul sistemului de la Bretton-Woods) sau pot autoriza anumite regimuri de schimb, interzicându-le pe celelalte. Statutul modificat al FMI interzice, în prezent, orice

ancoraj față de aur. Instituirea flotării generalizate poate fi considerată și ca un proces de dereglementare a sistemului monetar internațional.

Procedurile de ajustare. În decursul istoriei, toate sistemele monetare experimentate s-au izbit de aceeași dificultate: cea a stabilirii ajustărilor necesare, fără un rezultat satisfăcător până în prezent. Această dificultate este legată în mod evident de procesul de internaționalizare: un deficit al balanței curente reprezintă, desigur, o serie de dezechilibre interne, dar poate fi generat și de excedentele partenerilor. S-a crezut că sistemul instituit la Bretton-Woods va atenua asemenea dificultăți prin introducerea procedurilor de revizuire a ratelor de schimb sau prin împrumuturile de ajustare ... . În realitate, s-a produs acel efect de asimetrie, pus în evidență de Robert Triffin: dacă SUA duceau pe plan intern o politică economică ce viza restabilirea echilibrului balanței curente, asigurând, totodată, credibilitatea procesului convertibilității dolarului în aur, exista riscul diminuării lichidităților internaționale, care își aveau originea tocmai în deficitul american. Dacă, în sens invers, evoluția deficitelor era lăsată liberă, în sensul creșterii lor, se producea alimentarea restului lumii cu lichidități, cu riscurile inflaționiste, ceea ce a determinat ulterior imposibilitatea asigurării convertibilității efective a dolarului în aur.

Cu toate acestea, sistemul actual al cursurilor flotante a permis, în continuare, agravarea și persistența dezechilibrelor americane, deficitul balanței curente intensificând tensiunile economice internaționale, volatilitatea cursurilor de schimb și ratelor dobânzii, întărindu-se, astfel, asimetria fenomenului.

2.2. Evoluția sistemului monetar internațional: de la regimul cursurilor fixe, la cel al cursurilor flotante

Înainte de a prezenta și analiza avantajele sau inconvenientele celor două principale regimuri de schimb, pentru o mai bună înțelegere, se impune o prezentare succintă a evoluției sistemului monetar internațional, de la cursurile fixe, spre cele flotante. Aceasta întrucât Sistemul Monetar European constituie o încercare, până în prezent destul de concludentă, de restaurare, într-un cadru regional, între mai multe valute, a regimului fixității cursurilor. [2]

Sistemul etalonului-aur a fost aplicat, fără a fi supus unor reguli foarte stricte, începând cu anul 1850, în principalele țări dezvoltate ale epocii: Anglia, Franța, Germania și SUA.

Moneda țărilor respective fiind liber convertibilă în aur, cursul de schimb nu se putea distanța sensibil de paritățile calculate în funcție de raportul între conținutul (greutatea) în aur al fiecărei monede.

Sistemul etalonului de schimb-aur, cunoscut sub denumirea de Gold Exchange Standard, a fost pus în aplicare, în mod progresiv, la începutul secolului XX și instituționalizat prin Conferința de la Genova, din 1922.

Datorită convertibilității lor în aur, monedele principalelor puteri economice ale timpului au devenit **monede de rezervă**. Pentru băncile centrale, a devenit mai avantajos să dețină

2 Obiectul expunerii ce urmează nu este acela de a reface istoria SMI, ci de a sublinia elementele esențiale, referitoare la fixitatea și flotarea cursurilor de schimb

aceste devize ce puteau fi ușor plasate și nu aur. Astfel, în 1913, rezervele în lire sterline ale Băncii Angliei erau de 3 ori mai mari decât cele în aur.

Conferința de la Genova din 1922 a fost întrunită în vederea găsirii unor remedii cu privire la criza ce a urmat primului război mondial, care afecta, în primul rând, sistemul monetar internațional. Printre soluțiile sugerate, Conferința recomanda diferitelor țări să conserve în rezervele lor - aur și devize convertibile în aur.

Anii care au urmat Conferinței dela Genova au reprezentat teatrul unor violente zguduiri, ce au marcat puternic sistemul monetar internațional: speculațiile, criza economică, devalorizările puternice și protecționismul exarcebat s-au ținut lanț până la al doilea război mondial. Criza financiară internațională și conflictul armat au redat metalului galben un rol central. La sfârșitul războiului, patru cincimi din rezervele de aur se găseau în SUA.

Conferința monetară și financiară a Națiunilor Unite, reunită la Bretton-Woods, la 22 iulie 1944, a avut drept obiective: revizuirea regulilor de funcționare a sistemului monetar internațional, instaurarea unui regim de schimburi în măsură să evite haosul postbelic și înființarea unei instituții internaționale însărcinată să supravegheze buna funcționare a reglementărilor internaționale.

2.3. Ordinea monetară de la Bretton-Woods și hegemonia dolarului

Ca o reacție la dezordinile ce au caracterizat perioada 1930- 1940, guvernele aliate au căzut de acord chiar înainte de încetarea ostilităților, asupra principiilor de cooperare, care să reglementeze relațiile comerciale și monetare, principii ce au dat naștere Acordului General pentru Tarife și Comerț - G.A.T.T. (octombrie 1947) și acordurilor de la Bret-

ton-Woods (22 iulie 1944), de constituire a FMI şi Băncii Mondiale.

Încă înainte de istorica conferință, s-au confruntat cele două teze susținute de Marea Britanie şi Statele Unite. Planul Keynes, publicat la 7 aprilie 1943, era axat, în principal, pe preocuparea de reconstrucție a economiilor occidentale, pe promovarea creşterii economice şi ocuparea deplină a forței de muncă. Acest plan prevedea înființarea unei adevărate super-bănci centrale, denumită International Clearing Union, ce ar fi trebuit să emită, în beneficiul țărilor membre, o monedă scripturală internațională, definită în aur, denumită **bancor.** Aceasta urma să asigure, la intervale regulate, compensația multilaterală a creanțelor băncilor centrale, soldurile dând naştere la înregistrări în debitul sau creditul conturilor țărilor membre. Au fost prevăzute, de asemenea, mecanisme pentru evitarea acumulării de deficite şi excedente, sarcina ajustării balanțelor fiind partajată între țările deficitare şi excedentare. Aurul păstra un rol important în sistemul lui Keynes, însă planul său tindea, în mod explicit, către o demonetizare a metalului prețios, întrucât, în principiu, aurul putea fi convertit în bancor, dar nu şi invers.

Planul american, elaborat de Harry White, dat publicității la 5 aprilie 1943, a fost mai puțin novator decât cel propus de Keynes. Preocuparea primordială a Statelor Unite, conştiente de rolul pe care îl puteau pretinde, era aceea de a restaura libertatea tranzacțiilor şi plăților internaționale. Planul White exprima deschis această prioritate, punând accentul pe absența practicilor discriminatorii şi pe stabilitatea cursului de schimb. În acest scop, a fost prevăzută instituirea unui Fond de ajutor mutual (International Stabilisation Fund), alimentat prin subscrierile țărilor membre, care în proporție de 30% trebuiau vărsate în aur. Monedele țărilor membre trebuiau definite în **unitas**, unități de cont egale cu greutatea

în aur corespunzătoare pentru 10 dolari, paritatea neputând fi modificată, decât cu acordul fondului, cu o majoritate de 3/4 din voturi, după o procedură de vot ponderată.

Acordul definitiv reprezintă un compromis consacrat mai mult tezei americane, într-o lume care nu se putea reface rapid decât cu sprijinul SUA[3]. A avut, deci, câştig de cauză proiectul economiei dominante, acordându-se doar câteva concesii minore proiectului britanic. Aşa au fost stabilite o serie de **reguli şi principii fundamentale: multilateralismul, convertibilitatea monedelor, interdicția practicilor discriminatorii**, care se întâlnesc şi în proiectul britanic. FMI nu a devenit, acea super-bancă centrală, nici un organism suprastatal, accesul la resursele sale nefiind automat şi necondiționat.

2.3.1. Caracteristicile S.M.I. rezultat din acordurile de la Bretton Woods

Compromisul între tezele şefilor celor două delegații oficiale, Keynes şi White, a condus la un sistem caracterizat prin patru elemente fundamentale:

- parități fixe, ajustabile însă într-o marjă de fluctuație în raport cu dolarul de ± 1%;

- un sistem de etalon de schimb-aur;

- un cod de bună conduită, în ceea ce priveşte mecanismele de ajustare a cursului de schimb;

- o procedură de credit internațional mutual.

Fondul Monetar Internațional, însărcinat să supravegheze funcționarea sistemului, a fost creat la 27 decembrie 1945,

3 M.Byé, "Relations économiques internationales", Dalloz, Paris, 1973, p.614

intrând efectiv în funcțiune începând cu data de 1 martie 1947. Cu excepția țărilor comuniste, toate celelalte state au aderat al FMI.

2.3.2. Evoluția sistemului monetar internațional conceput la Bretton Woods

Sistemul monetar internațional, rezultat din acordurile de la Bretton Woods, a guvernat relațiile internaționale până în anul 1971, când a încetat practic să funcționeze, după decizia președintelui Nixon, din 15 august 1971, de a nu mai asigura convertibilitatea în aur a dolarului.

De fapt, sistemul a funcționat până în 1957, situația începând să se degradeze în 1958, din mai multe motive. Cel mai important îl constituie deficitul balanței comerciale americane și creșterea volumului dolarilor deținuți de nerezidenți, în afara SUA. În 1959, aceste rezerve depășeau valoarea stocului de aur american. O asemenea situație îi atrăgea pe speculatori și alimenta neîncrederea unor guverne europene, care au cerut, de altfel, conversia în aur a dolarilor deținuți în rezervă. Speculatorii anticipau încă de atunci o devalorizare a dolarului, la un termen mai mult sau mai puțin îndepărtat și cumpărau aur.

Pentru a împiedica efectul speculativ, SUA, Marea Britanie, Franța, Germania, Italia, Belgia, Olanda și Elveția au instituit **pool-ul aurului**, angajându-se să vândă aur contra dolari, în vederea menținerii cursului unciei de metal galben în jurul valorii de 35 de dolari. SUA s-a angajat, în schimb, să reducă deficitul balanței comerciale. Pool-ul aurului a reprezentat un eșec, întrucât SUA nu au întreprins efectiv nimic pentru reducerea dezechilibrului balanței plăților curente, unele guverne occidentale începând din nou să solicite conversia în aur a dolarilor.

În iunie 1967, Franța a ieșit din acord, urmând în noiembrie 1967, Marea Britanie. La 17 mai 1968, piața aurului de la Londra a fost închisă, iar în zilele următoare pool-ul aurului a fost desființat.

Perioada noiembrie 1967 - august 1971 a fost marcată de devalorizări și reevaluări, însoțite sau provocate de mai multe crize speculative, care au destabilizat, pur și simplu, sistemul parităților fixe, toate încercările de salvgardare eșuând.

În august 1971, valoarea rezervelor în aur de la Fort Knox a scăzut sub pragul de 10 miliarde dolari, convertibilitatea în aur a fost suspendată, sistemul de la Bretton Woods încetând, astfel, să mai funcționeze.

2.3.3. Trecerea de la cursurile fixe la cele flotante

Ca o reacție la decizia americană, majoritatea țărilor dezvoltate au adoptat un sistem de cursuri flotante, neputând însă, abandona definitiv sistemul cursurilor fixe. La 18 decembrie 1971, în cadrul unei reuniuni la Washington, primele 10 țări, cele mai bogate din lume, au decis să reinstituie un regim al cursurilor fixe, cu o lărgire a marjelor de fluctuație față de dolar, de ± 2,25%. S-a procedat, totodată, la o revizuire a parităților. Dolarul, lira italiană și francul elvețian au fost devalorizate. Yenul, marca, florinul și francul belgian au fost reevaluate. Lira sterlină și francul francez nu au fost modificate. Prețul unciei de aur a crescut, de la 35 de dolari la 38, ca urmare a devalorizării monedei americane.

Balanța de plăți americană nu a revenit la echilibru în 1972, dolarul continuând să se deprecieze. La 9 februarie 1973, piața americană de schimb este închisă și redeschisă la 14 februarie, prin anunțarea oficială a celei de-a doua devalorizări a dolarului, cu 10%. Nici această măsură nu a fost

suficientă, piața fiind din nou închisă, pe 2 martie. Tranzacțiile au fost reluate la 19 martie, autoritățile monetare abandonând definitiv cursurile fixe: regimul cursurilor flotante, de această dată s-a generalizat, pentru toate devizele.

În anii care au urmat, sistemul instituțional a fost pus de acord cu realitatea faptică. Proiectele de reformă a SMI, inițiate la sfârșitul anului 1972, au condus la acordurile din Jamaica (Kingstone) din ianuarie 1976, incluse în al doilea amendament al statutului FMI, pus în aplicare începând cu 1 aprilie 1978.

2.3.4. Avantajele și inconvenientele cursurilor fixe și cursurilor flotante

Sistemul cursurilor fixe presupune marele inconvenient de a permite operatorilor să speculeze fără riscuri, dar și să inducă, astfel, un val de speculație destabilizant.

Principalul avantaj constă în cadrul stabil, oferit schimburilor comerciale. Această stabilitate a fost totuși relativă, în măsura în care reevaluările și devalorizările au marcat adeseori perioada 1944-1973. Comparativ cu perioada anilor 1978-1984, stabilitatea este, totuși, reală. Dacă un exportator acorda, de exemplu, înainte de 1971 un credit de 6 luni, de regulă, nu trebuia să se preocupe de riscul de schimb: exportatorii și importatorii cunoșteau perfect sumele ce urmau a fi primite sau restituite la scadență.

Sistemul cursurilor flotante lasă pe seama pieței determinarea cursurilor de echilibru. Astfel, pentru întreprinderi, cel mai serios inconvenient constă în faptul că intervine incertitudinea asupra rezultatelor financiare. Variația cursurilor de schimb și imposibilitatea previzionării, chiar imperfecte, a fluctuațiilor, expune la riscuri mult mai importante, ce vizează scumpirea importurilor, de exemplu, sau scăderi imprevizibile

ale încasărilor din export. Imediat însă, au fost create tehnici de acoperire a acestor riscuri. În prezent, se poate recurge la piața interbancară, se pot solicita avansuri în valută, se pot utiliza opțiunile și numeroase alte instrumente. Protecția contra riscului de schimb este, în general, foarte bună. Aceasta, nu înseamnă că protecția este și gratuită, costul de acoperire nefiind neglijabil, urmând a fi suportat de unul sau altul dintre operatori, ceea ce scumpește importurile și diminuează profitul realizat la export.

Sistemul cursurilor flotante oferă, totuși și un neprețuit avantaj: acela de a elimina speculațiile fără de risc, întrucât cursurile la vedere sau la termen nu mai sunt garantate prin intervenția băncii centrale. Aceasta înseamnă că operatorul nu mai poate fi sigur de cursul de schimb, la scadența operațiunii sale speculative la termen, fiind confruntat cu riscuri sau șanse mai importante.

2.3.5. Generalizarea flotării cursurilor și evoluția sinuoasă a dolarului

Sistemul cursurilor de schimb fixe a reprezentat consacrarea în practică a ideilor de coordonare monetară și de disciplină în politica economică: țările membre ale FMI nu puteau folosi politica monetară ca instrument de creștere a performanțelor pe piața externă, prin deprecierea monedei naționale, fiind obligate să ia în acest scop măsuri de politică economică internă, cum sunt creșterea productivității și lupta împotriva inflației.

Generalizarea flotării cursurilor în 1973, prin trecerea dolarului la flotare, nu reprezintă neapărat rezultatul unei recunoașteri a superiorității cursurilor flexibile auspra parităților fixe, așa cum am fi înclinați să credem, ci este, de fapt, ultima formă de manifestare a disfuncționalităților sistemului de la Bretton Woods. Controversa între partizanii cur-

surilor fixe şi flotante este veche: în anii '60, partizanii întoarcerii la aur - economiştii francezi, în frunte cu Jacques Rueff - se opuneau monetariştilor, care preconizau flexibilitatea, nu numai în teorie, dar şi în practică. Monetariştii, adepți ai cursurilor flexibile, estimează că paritatea determinată liber pe piață se stabileşte automat, la nivelul care asigură menținerea sau întoarcerea balanței de plăți la starea de echilibru. Aceasta, contrar principiului lui Hume-Ricardo, conform căruia variația prețurilor şi salariilor asigură echilibrul de balanță şi formarea cursurilor de schimb.

Trecerea la flexibilitate, urmată de modificarea statutului FMI (1978) a reprezentat, pentru domeniul monetar, ceea ce liberalismul a reprezentat pentru sistemul comercial - o consecință a deschiderii piețelor.

Nu se ştie prea bine dacă evoluția către cursurile flotante este, sau nu, rezultatul unui proiect deliberat al echipei Nixon (ian.1969-aug.1974). Politica SUA din acei ani, denumită de "neglijență binevoitoare" (benign neglect), are drept surse de inspirație ideile lui Haberler (1968) rezumate în constrângerea partenerilor să compenseze deprecierea dolarului, prin reevaluarea monedelor lor. În consecință, la 5 mai 1971, D.M. devine flotantă; la 15 august 1971, convertibilitatea-aur a dolarului este suspendată.

Cele 2 devalorizări repetate ale dolarului (1971-1973) - care a devenit apoi flotant şi subevoluat - au demonstrat avantajul exorbitant de care a beneficiat până atunci această monedă, ca veritabil substitut al aurului. În 1976, prin acordul de la Kingstone-Jamaica, devenit ulterior al doilea amendament la statutul FMI (1978), flotarea dolarului față de celelalte monede, este ceea ce s-a denumit în literatură "supremația agitată a dolarului", supus ulterior unui joc pendular în 3 faze, în perioada anilor 1975-1990.

a). **Prima fază lungă de depreciere (1976-1979)** a urmărit o serie de avantaje pentru economia americană, în vederea sporirii competitivității față de Germania şi Japonia. Deprecierea a făcut însă, mai costisitoare investițiile americane în străinătate. În sens invers, acest dolar depreciat a încurajat investițiile străine directe în SUA (8,5 mld. pe an, în perioada 1974-1979).

Flotarea "à la baisse" generează, desigur, inflație, însă menținerea unui curs de schimb depreciat, comparativ cu monedele concurenților produce un **efect de competitivitate pozitiv** (cazul economiei americane în anii 1971-1979). Creşterea medie a prețurilor a fost de 7,2% pe an în SUA față de 5,2% în RFG; această diferență de inflație - de 2% - a fost mai mult decât compensată, printr-o depreciere medie a dolarului față de DM, de 9% pe an. Menținută mai mulți ani la rând, politica de "indiferență" față de deprecierea dolarului, combinată cu o politică de control asupra veniturilor a acționat ca un **veritabil instrument de restructurare industrială**, mai puțin intervenționist decât o politică economică sectorială.

Orientarea generală a politicii economice americane a acționat în acest sens şi printr-un alt instrument şi anume, prin **rata dobânzilor**. Mişcările de capitaluri se orientează în mod firesc către țările în care remunerările sunt mai ridicate, ceea ce provoacă, ulterior, o apreciere a monedelor acestora. Ori, în acea perioadă, între anii 1974-1979, diferența de dobânzi a fost, din acest punct de vedere, nefavorabilă dolarului, comparativ cu marca şi yen-ul.

b). **Politica dolarului puternic 1980-1985 - o lungă fază de apreciere.** În 1978, "planul Carter" pune capăt politicii "dolarului à la baisse". Flotarea excesivă "à la baisse" a condus la o diversificare a activelor în alte valute, la o repliere a firmelor transnaționale americane, la accentuarea inflației, pe

care primul plan Carter, de limitare a cheltuielilor administrației și de creștere a veniturilor, nu a putut-o frâna. Un al doilea plan Carter, de "salvgardare a dolarului", îi inversează cursul, respectiv tendințele, prin mobilizarea de credite internaționale, prin prima emisiune de bonuri de tezaur în devize, prin vânzări de aur, dar mai ales, printr-o creștere a ratei dobânzilor, de la 11%, la sfârșitul anului 1979, la 18%, la sfârșitul anului 1980.

Adevărata relansare a dolarului coincide, însă, în ianuarie 1980, cu debutul primului mandat Reagan. Începând cu noiembrie 1979, noul președinte FED, P.Volker, s-a angajat într-o politică monetară austeră, bazată pe controlul strict al ofertei de monedă. Politica expansivă prin cursuri este înlocuită cu o politică restrictivă, prin cantități (controlul asupra masei monetare). Inflația începe să scadă, din 1982 și se stabilizează la 5%, începând cu 1983, în parte și datorită aprecierii dolarului.

De la începutul anului 1980 și până în primul trimestru 1985, dolarul se apreciază cu circa 100% în 4 ani, comparativ cu marca : cursul de 3,44 DM corespunde aproximativ parității dolarului din 1971 (acordul de la Washington). Comparativ cu FF, dolarul câștigă 1 F pe an, ceea ce înseamnă o evoluție de la 7 FF în 1982, la 10,61 FF în martie 1985. Se constată, deci, o fază lungă de flotare "à la hausse", evaluată la 60%, în termeni reali, timp de 5 ani. Acceptarea acestei aprecieri nu reprezintă rezultatul unei simple convingeri liberale, ci depinde de evoluția economiei mondiale. **Flotarea "à la baisse" era în conformitate cu politica de concurență prin prețuri**, în mod logic eficientă pentru schimburile de produse similare cu concurenții, parteneri precum Germania și Japonia. Aceasta s-a dovedit ulterior insuficientă pentru a putea compensa diferențele însemnate de costuri salariale față de țările recent industrializate, care încep să furnizeze o

parte crescândă a importurilor americane (aproximativ egală cu cea a CEE, în 1984). Astfel, flotarea **"à la hausse" modifică locul și condițiile concurenței**: pe de o parte, permite să se obțină, cu prețuri mai mici în dolari, în același timp, bunuri de consum ce înglobează multă muncă, la costuri reduse, din țările recent industrializate, precum și bunuri de investiții, japoneze și germane. Pe de altă parte, pe plan intern, exercită o constrângere indirectă asupra structurilor producției, incitând întreprinderile să se specializeze pe produsele cele mai competitive din punct de vedere tehnologic deci, nu prin preț (**relația monedă - ajustări structurale**).

Este de reținut faptul că între anii 1980-1985, evoluția cursului dolarului a reprezentat o excepție istorică: timp de 5 ani, acesta nu a încetat să urce, comparativ cu DM, beneficiind, în același timp, de dobânzi real pozitive. S-a conceput, atunci, o relație **monedă forte/rată a dobânzii ridicată**. Astfel, structura balanței de bază s-a modificat în sens invers: unui deficit în capitaluri pe termen lung din anii '60, îi succedă un deficit al balanței curente, conjugat cu un excedent al balanței capitalurilor pe termen lung.

Se observă persistența efectului de dominație a dolarului asupra elementelor determinante ale regimului cursurilor flotante. SUA este singura țară care dispune de necesități considerabile de capitaluri, dar și de mijloacele de a le atrage, în același timp. **În mod paradoxal, dolarul a fost întărit în baza deficitelor gemene[4]: deficit bugetar**, datorat reducerii impozitelor, cu menținerea cheltuielilor publice și **deficit de balanță curentă**. Din punct de vedere tehnic, capacitățile de

4 twin deficits

finanțare a deficitului bugetar american sunt diferite de cele ale restului lumii. Necesitățile de finanțare bugetară se concretizează, pe piața monetară, printr-o umflare masivă a cererii de lichidități (bonuri de tezaur, împrumuturi publice), care nu este decât parțial acoperită, datorită politicii monetare restrictive a FED, de unde rezultă menținerea dobânzilor americane, suficient de înalte, pentru a atrage capitaluri străine, ceea ce întreține flotarea "à la hausse" a dolarului.

În ceea ce privește mecanismele de flotare și de schimb, celelalate monede nu au evoluat la fel (cazul FF a fost diferit). Ulterior, principalele țări industrializate sunt constrânse să se alinieze, în plan politico-economic, la ratele americane (în defavoarea politicii lor de investiții și de ocupare a forței de muncă), pentru a evita transferuri crescânde de capitaluri în FF sau DM către dolari, stimulate în plus de facilitățile fiscale și de o gamă largă de instrumente financiare noi.

Chiar și flotant, dolarul a fost întărit prin creșterea datoriei externe a celorlalte țări ale lumii - industrializate, est-europene, din lumea a treia - exprimată în dolari. Sistemul bancar privat este constrâns să procure dolari pentru a-i satisface pe solicitanții de împrumuturi, dar, mai mult decât atât, pentru a face față angajamentelor, datorită reeșalonării plăților (neplății la scadență). Îndatorarea în dolari umflă cererea de această monedă, în aceeași proporție aproape cu insolvabilitatea țărilor îndatorate.

Împrumuturile externe ale SUA și refluxul de dolari către circuitele interne americane au permis finanțarea în același timp a cererii globale, cât și a unui proces investițional crescând, chiar și în cazul în care economisirea internă era în scădere.

c). **Cooperarea monetară internațională și imposibilitatea stabilizării dolarului.** În 1986, SUA trebuiau să aleagă între două politici neomercantiliste, pentru a face față dezechilibrelor: **protecționismul selectiv sau o nouă depreciere competitivă**, încetând intervenția pe piețele valutare, ceea ce presupunea riscul întoarcerii inflației și deprecierilor compensatorii din partea țărilor concurente (țările recent industrializate, Canada). În acest context, s-au pus bazele cooperării internaționale cu țările excedentare, consfințită prin **acordurile de la Plaza** (New York, 22 sept.1985): intervenții coordonate, care să inverseze anticipările arbitrajiștilor și să provoace scăderea dolarului, în cazul unor tendințe marcante de apreciere. Aceste acorduri exprimă, de fapt, voința de acțiune concertată în mai multe domenii de intervenție. În fața efectelor "perverse" ale unei flotări dominate de dolar, fie ea "à la hausse" sau "à la baisse", s-a impus ideea de **stabilizare macroeconomică la scară mondială a cursurilor de schimb, politicilor bugetare și fiscale și politicilor monetare** - ceea ce s-ar putea interpreta, de fapt și printr-o revenire la o practică conformă cu spiritul de la Bretton Woods, pe o bază mai discretă, în spiritul abandonării doctrinei monetariste a flotării pure.

Acordurile de la Louvre (22 februarie 1987), care asociază Canada, au marcat o nouă etapă a cooperării internaționale în acest domeniu. Ea constă în continuarea intervențiilor concertate pe piețele valutare. Se recunoaște astfel, necesitatea unei gestionări colective a interdependențelor economice mondiale, după exemplul de relansare al țărilor cu balanțe excedentare. Cu toate acestea, efectele politicii monetare concertate au fost limitate și uneori , contradictorii. Cumpărările masive ale băncilor centrale neamericane, în cadrul intervențiilor lor pe piața cursurilor de schimb au provocat o umflare a masei monetare mondiale. Caracterul

imprevizibil al evoluției dolarului a condus la revizuirea limitelor de intervenție. Începând cu 1988, conform aprecierilor unor analiști, asistăm la o redolarizare a sistemului financiar mondial.

Dolarul slab redevine periodic un instrument de competiție internațională pentru americani, mai ales pentru produsele ale căror prețuri sunt exprimate direct în dolari (exemplu, aeronautica). Chiar dacă băncile centrale pot interveni în mod concertat pe piețele de schimb și dacă se pot suspenda tranzacțiile bursiere, ca în timpul krach-ului din 1987, controlul asupra cursurilor tranzacțiilor cu petrol rămâne, în continuare, incert. Economia mondială revine mereu, în limitele unui anumite toleranțe, la cursurile liber fluctuante, fenomenul de **volatilitate** fiind la ordinea zilei. Strategia firmelor transnaționale, stimulând în primul rând procesul de globalizare și integrare regională, a contribuit și contribuie la reformarea sistemului comercial multilateral, organizat în cadrul GATT.

2.4. Caracteristicile sistemului monetar internațional contemporan

Sistemul monetar contemporan, guvernat de regimul flotării dirijate a monedelor, este multipolar, bancarizat și bazat pe determinarea financiară a cursurilor de schimb. Funcțiile monetare ale FMI au fost restrânse.

Caracterul multipolar al sistemului monetar internațional actual este , de fapt, o tendință: dolarul nu reprezintă singura monedă internațională; marca și yenul s-au substituit treptat lirei sterline. Lumea nu este, încă, divizată în trei zone monetare de egală influență. După cum rezultă din tabelul care urmează, dolarul rămâne moneda dominantă: principala monedă de rezervă a băncilor centrale și băncilor private, principala monedă de tranzacție pe piețele valutare, principala unitate de calcul al prețurilor la o serie de mărfuri. Celelalte monede internaționale dețin mai mult rolul de monede de tranzacție sau de calcul, pentru împrumuturile internaționale.

	Obligațiuni internaționale în curs, la sfârșitul anului 1991, în %	Rezerve oficiale în devize, 1991	Creanțe bancare în devize, sfârșit iunie, 1991
Dolarul SUA	39,1	55,6	56,7
Yenul	12,2	10,4	5,9
Deutschemark	9,6	18,4	12,6
ECU	5,6	4,6	4,7

Sursa: BRI, raportul anual, 1992

Începând cu anul 1978, FMI autorizează aproape toate regimurile monetare. Regimul flotării guvernează principalele monede internaționale. Născut la inițiativa economiștilor monetariși și leader-ului lor, Milton Friedman, regimul flotării, în forma sa pură, considerat la început ca un rău necesar, a devenit ulterior **cel mai bun sistem posibil**. Începând cu anul 1985, guvernele occidentale nu mai sunt convinse de eficiența absolută a pieței de schimb valutar, instituindu-se regimul flotării impure (25 septembrie 1985 - acordurile de la Plaza, și 22 februarie 1987 - acordurile de la Louvre). Procedurile de coordonare, care nu se limitează, în principiu, doar la politica de curs de schimb, au permis evitarea anomaliilor evidente în formarea cursurilor. Această politică ar putea fi

interpretată drept o aplicare a proiectului de "**zonă - țintă**" [5], susținut de o serie de economiști în primii ani ai deceniului '80, în frunte cu John Williamson. Acest proiect prevede, de fapt, definirea unei "**zone de flotare**" a monedelor, în interiorul căreia cursul poate fi considerat drept o reflecție corectă a unor date economice fundamentale. Politicile economice naționale trebuie să se încadreze în coordonatele stabilite. Acordurile grupului G7 prevăd, în acest sens, cursuri limită care, până în prezent, nu au fost date publicității.

Sistemul monetar internațional actual este **bancarizat** datorită rolului primordial deținut de băncile private. Cursurile de schimb se determină pe piețele valutare, în cadrul cărora aceste bănci constituie actorii principali. Procesul de reglementare financiară a contribuit la creșterea rolului băncilor, efect demonstrat de expansiunea europieților, eurotitlurilor sau centrelor off-shore.

În situația ipotetică de imobilitate a capitalurilor, cursul de schimb "bun" ar fi acela care ar permite **realizarea echilibrului balanței conturilor curente**, singura sursă posibilă de fluxuri monetare. În situația reală de mobilitate a capitalurilor, această constrângere asupra echilibrului de balanță slăbește, făcând mai dificilă definirea cursului de schimb, în funcție de coordonatele economice fundamentale. Cererea și oferta de devize răspund atât necesităților rezultate din comerțul internațional, dar și celor provenite din mișcările de capitaluri. Mișcările financiare, oricare ar fi caracterul lor - speculativ sau investiții directe, pe termen scurt sau lung etc. - constituie principalul determinant al cursului de schimb.

5 zone-cible, target zone

2.4.1. Rolul actual al FMI și efectul limitat al DST

Rolul inițial al FMI a fost acela de a facilita funcționarea sistemului comercial și monetar internațional postbelic, prin sprijinul acordat țărilor membre în asigurarea echilibrului balanțelor de plăți. La aceasta se adaugă necesitatea asigurării convertibilității monedelor, din care să rezulte condiții favorabile dezvoltării comerțului internațional. Acest rol al Fondului Monetar Internațional a evoluat, în cei aproape 50 de ani de activitate, de la susținerea echilibrului postbelic și procesului de refacere a economiilor țărilor în prezent puternic industrializate, către o politică orientată în direcția susținerii eforturilor de dezvoltare ale țărilor din "lumea a treia" (după 1970). În acest sens, resursele Fondului au fost și sunt mereu insuficiente. Aceasta întrucât resursele obișnuite ale FMI sunt constituite din vărsăminte în monedă națională ale țărilor membre, în funcție de cota-parte, determinată pe baza situației lor economice interne și externe. Aceste resurse reprezintă, de fapt, un ansamblu eterogen de monede, din care numai câteva pot fi utilizate în tranzacțiile internaționale. Acestea din urmă permit alimentarea operațiunilor de "tragere", care constau în practică dintr-un **swap** - respectiv cumpărarea unei monede străine deținute de Fond - contra moneda națională, cu recumpărare, în sens invers, la o dată ulterioară. Nu este vorba, deci, de un împrumut, ci de o conversie temporară de monedă națională, contra devize deținute de Fond, pentru o sumă de maximum 125% din cota-parte a țării care realizează tragerea. Până în 1979, 25% din cota-parte trebuia vărsată în aur. De la această dată, cotele-părți (25%) pot fi vărsate în devize cu utilizare internațională sau DST. Acestea reprezintă **tranșa de rezervă**, pe care țara o poate utiliza necondiționat, spre deosebire de

tragerile obișnuite, care trebuie justificate prin necesitatea asigurării echilibrului de balanță. Rezultă deci că FMI nu este o bancă însărcinată să asigure cu credite creșterea regulată a lichidităților internaționale. Tragerile asupra FMI nu sunt legate de operațiuni comerciale sau de producție, ele sunt acordate țărilor care nu dispun de rezerve valutare suficiente, din cauza deficitului extern. Aceste operațiuni nu provoacă, deci, creare de monedă în conturile FMI - nu este vorba decât de un transfer de lichidități; nivelul global al resurselor FMI în monedă și DST nu se reduce, doar componența sa variază. Neputând să-și utilizeze propria monedă în conturile sale, FMI utilizează monedele țărilor membre. Transferul între pozițiile țărilor la FMI este însoțit, deci, de un transfer între monede. Rezultă că bilanțul FMI este pur contabil, indicând doar echilibrul între originea și utilizarea resurselor Fondului. Se înțelege că, în aceste condiții, capacitatea de asistență a FMI rămâne foarte limitată, în ciuda celor nouă majorări succesive ale cotelor-părți. Acestea au făcut să crească resursele ordinare, de la 7,6 miliarde DST în 1945, la 39 miliarde în 1979, 90 miliarde în 1985 și 135 miliarde în 1991.

În ultimul timp, FMI începe să țină cont din ce în ce mai mult de necesitățile specifice ale țărilor în curs de dezvoltare. Astfel, începând cu anul 1979, orice acord de asistență din partea Fondului presupune existența a patru elemente principale:

- elaborarea unui program de macrostabilizare economică;
- determinarea obiectivelor și politicilor naționale în acest sens, cu definirea criteriilor cantitative de realizare;
- eșalonarea tragerilor, în funcție de necesitățile efective;
- consultări periodice cu experții FMI.

Unele politici, cum sunt ajustările structurale, pot fi finanțate din resurse suplimentare, împrumutate în parte de către Fond, care joacă rolul de **chef de file** al unui consorțiu bancar. În acest caz, există **credit** din partea FMI și, deci, rambursare și cumpărare. Condițiile de acordare ale unor astfel de credite sunt mai severe.

Dacă până în 1978 țările industrializate realizau 60% din trageri, după 1979, 99% din trageri au fost efectuate de țările în dezvoltare. Cu toate acestea, aportul FMI rămâne în continuare limitat, întrucât, din punct de vedere calitativ, majoritatea monedelor în care sunt vărsate, teoretic, 75% din cotele-părți sunt neutilizabile pe plan internațional. Din punct de vedere cantitativ, resursele FMI nu concordă cu necesitățile: 90 miliarde DST, în 1983, abia acopereau datoria Braziliei și a Mexicului.

Logica programelor de ajustare, respectiv a condițiilor impuse de Fond a fost adeseori criticată, uneori în mod exagerat. În primul rând, deranjează **ingerința FMI în opțiunile considerate drept fundamentale, de dezvoltare a țărilor asistate**, chiar dacă nu este vorba decât de un control al eficienței aplicării politicilor preconizate, în raport cu obiectivul esențial - asigurarea echilibrului extern. În al doilea rând, fără a se ține cont de nivelul veniturilor, de necesitățile prioritare ale populației sărace, de riscurile sociale și politice, **flexibilitatea cursurilor de schimb reprezintă întotdeauna politica monetară preconizată**. Motivația constă în descurajarea cererii pentru anumite bunuri din import și stimularea exporturilor, ceea ce pe termen mediu și lung conduce, de fapt, la ajustări structurale favorabile economiilor asistate. Așa stând lucrurile, începând cu 1982, orice program de restructurare economică, definit în cadrul unei asistențe financiare FMI, reprezintă o garanție în plus pentru băncile private, singurele în măsură să asigure, ulterior, o finanțare

efectivă. Prin aceasta, FMI este investit cu funcția de **catalizator financiar**, în vederea obținerii de noi credite private. Așa se realizează și se întrepătrund circuite private și publice de finanțare internațională. FMI favorizează, de fapt, un transfer de putere monetară către sistemul bancar transnațional, stimulând europietele și îndeosebi eurodolarul, ceea ce vine în contradicție cu faptul că FMI a eșuat în planul creării unei lichidități internaționale proprii. DST reprezintă o lichiditate internațională cu utilizare necondiționată, alocată țărilor membre, proporțional cu cota- parte. De fapt, DST sunt o monedă macroeconomică, întrucât nu pot fi utilizate decât în circuitul băncilor centrale, de un număr limitat de deținători agreați. DST sunt apoi bazate pe principiul coșului (ca și ECU), definit prin referință la valoarea elementelor eșantionului reprezentativ de monede, care la 1 ianuarie 1991 se prezenta astfel: dolarul SUA - 40% din coș, DM - 21%, Yen - 17%, FF - 11%, lira sterlină - 11%. **DST nu s-au materializat, până în prezent într-o soluție la problema monedei internaționale**, datorită faptului că nu sunt emise în cadrul unui mecanism economic fundamental, centralizat și, totodată, pentru că presupun o pondere excesivă a dolarului în coș, pe care îl întăresc, în loc să i se substituie, așa cum s-a dorit la început. În același timp, circulând numai în cadrul băncilor centrale, efectul DST rămâne limitat.

Reducerea rolului FMI, considerat în momentul constituirii drept instituția garantă a unei anumite ordini monetare, s-a făcut treptat. Odată cu acordurile din Jamaica (1976), prin care statutul a fost din nou modificat, pentru a se permite statelor să opteze în mod liber asupra regimului monetar, prerogativele acestei instituții au fost limitate "de facto". Cursurile flotante au limitat, deci, dreptul FMI de control asupra deprecierilor monetare. Eșecul proiectului de "cont de substituire", care ar fi trebuit să permită băncilor centrale să

convertească devizele deținute în DST, a împiedicat realizarea obiectivului DST - instrument de rezervă. Aceste DST dețin, în prezent, un procent neînsemnat în rezervele băncilor centrale. În ultimii 15 ani, FMI și-a orientat activitatea în direcția gestionării crizei datoriilor externe ale țărilor în dezvoltare. Acest aspect este invocat de țările industrializate, care critică lipsa de preocupare în direcția dezvoltării armonioase, echilibrate a sistemului monetar internațional. Dezechilibrele cunoscute de țările industrializate nu au fost abordate decât în cadrul grupului G7, unde FMI a deținut un rol de figurant.

Un alt aspect criticabil îl constituie faptul că, în intervențiile sale, această instituție a comis greșeala, semnalată încă din timpul lui Keynes, de a fi considerat ca posibilă soluționarea dezechilibrelor interne în mod izolat, fără a se acționa asupra dezechilibrelor globale, mondiale, procesul de ajustare dobândind, astfel, asimetrii insuportabile. În acest context, cum să se poată pretinde unor țări ca Brazilia sau Mexic, adoptarea de politici economice care să conducă la realizarea echilibrului balanței curente, fără a se impune unor țări ca Japonia sau Germania, contramăsuri de reducere a exporturilor pe asemenea piețe ? Avea dreptate Jacques Delors, când afirma că țările din Europa de Est nu pot fi ajutate decât prin deschiderea piețelor occidentale pentru produsele acestora din urmă ...

Totodată, în ciuda preocupărilor economiștilor, în deceniul trecut, pentru o nouă reformă a sistemului monetar internațional, FMI nu a susținut această acțiune, nefiind inițiatorul vreunui proiect de reorganizare fundamentală a ordinii monetare internaționale. În concluzie, acestea sunt principalele aspecte invocate de economiștii occidentali, care susțin acreditarea ideii marginalizării FMI. Dacă aceste voci

vor câștiga teren, este foarte posibil ca această instituție să împărtășească foarte curând soarta GATT- ului.

2.4.2. Bilanțul flotării generalizate

Cu toate criticile aduse și toate demonstrațiile asupra inconvenientelor, flotarea monedelor dăinuie de mai bine de douăzeci de ani, fără a se fi ajuns, în prezent, la un consens cu privire la un posibil regim de înlocuire credibil. Dezavantajele și riscurile unui asemenea regim sunt mai bine percepute în momentul de față; se consideră, însă, că întoarcerea la sistemul cursurilor fixe este realizabilă doar în interiorul unei zone economice limitate - Uniunea Europeană - și aceasta ca o situație de tranziție către moneda unică.

Trecerea la cursurile flotante a fost abordată de un întreg curent teoretic, cu douăzeci de ani înainte de transpunerea sa în practică[6]. A fost prezentată, în acei ani, drept o formulă suplă și eficientă, care evită traumatismele devalorizărilor și reevaluărilor, capabilă să facă din cursul de schimb instrumentul primordial al ajustărilor macroeconomice. "Un sistem al cursurilor de schimb flotante ne va permite să ne îndreptăm, în mod direct, către un comerț complet liberalizat", scria M.Friedman, în anii '60.

Ce s-a preconizat, de fapt, prin implementarea regimului flotării monedelor:

- în primul rând, formarea unor cursuri de schimb reale, determinate de cererea și oferta de pe piață, deci nu prin măsuri administrative;

6 1. M. Friedman (1953) - "The Case for Flexible Exchange Rates"
2. E. Sohnen (1969) - "Flexible Exchange Rates : Theory and Controversy", Chicago Press

- reducerea rolului băncilor centrale, ale căror intervenții urmau să devină inutile, cursurile urmând a se stabili în mod spontan;

- cursul de schimb trebuia să devină principalul instrument de adaptare a fiecărei economii naționale la condițiile pieței mondiale;

- autonomia politicilor monetare - fiecare țară va putea să-și supună politica monetară obiectivelor economice interne - relația, altădată obligatorie, între emisiunea monetară și balanța de plăți fiind ruptă;

- stabilizarea efectului speculativ, care trebuia să devină profitabil, tendința firească fiind de a vinde, atunci când cursurile cresc și de a cumpăra, când încep să scadă (Friedman).

Meritul incontestabil al flotării constă în faptul că a permis depășirea șocurilor petroliere, care fără un asemenea sistem ar fi condus în mod evident la ajustări de parități în cascadă (devalorizări și revalorizări), situații primejdioase pentru guvernanți și neplăcute pentru opinia publică. Este greu de imaginat cum ar fi reușit țările neproducătoare de țiței să absoarbă marile dezechilibre ale balanțelor curente, dacă nu s-ar fi pus în aplicare un asemenea sistem. O serie de temeri inițiale s-au dovedit a fi nefondate în ceea ce privește incidența inflaționistă, realitatea a demonstrat că regimul flotării este compatibil, atât cu o inflație mondială de două cifre (la începutul deceniului trecut), cât și cu spectaculoasa **cură de dezinflație** din ultimii ani. Experții FMI nu au reușit să demonstreze nici o relație reală între instabilitatea cursurilor și creșterea comerțului mondial. Flotarea a coexistat atât cu perioada de reducere a dezvoltării comerțului mondial (1978- 1985), cât și cu cea de relansare (1985-1990)[7].

7 H. Bourguinat (1977) - "Le flottement des monnaies", PUF, Paris.

Cum era de aşteptat, băncile şi agenţii economici s-au dedicat imediat gestionării cursului de schimb devenit instabil, afectând fonduri şi personal specializat operaţiunilor de speculare şi acoperire. În ceea ce priveşte investiţiile, incidenţa flotării nu a fost până în prezent suficient de relevantă. FMI (1984) a arătat că nu există o relaţie statistică stabilă între flotare şi cuantumul formării brute totale de capital. O serie de studii de econometrie (B.McClain - 1984) prezintă anchete efectuate prin chestionare, adresate marilor grupări industriale. Acestea demonstrează că variabila curs de schimb este clasată pe ultimele locuri în ceea ce priveşte influenţa asupra deciziei de a investi în străinătate. Studiile ulterioare (D.Cushman - 1988) ajung, însă, la concluzii mai nuanţate, reacţia industriaşilor la politica dolarului, îndeosebi, fiind semnificativă, punând în discuţie raţiunea de implantare. Mai precis, P.Krugman (1989)[8] arată că există o zonă de inerţie; numai deprecierile sau aprecierile puternice şi de durată ale cursului de schimb pot influenţa decizia de a investi în străinătate. Politica de delocalizare a firmelor japoneze din ultimii ani, îndreptată în direcţia evitării suportării efectului dezalinierilor de curs, demonstrează că există totuşi o relaţie cu decizia de a investi.

Partizanii flexibilităţii au acordat, la început, o importanţă exagerată ideii de autonomie a economiilor naţionale, cursul de schimb fiind considerat drept acea variabilă tampon care acordă un anumit grad de libertate fiecărei economii. Se credea că politica monetară va evita, astfel, fatalităţile relevate de modelul Mundell - Fleming, în situaţia cursurilor fixe. Teoria flotării susţine, în acest sens, următoarele:

8 P. Krugman (1989) - "Exchange Rate Instability", Mc Millan,N.Y.

- spre deosebire de cursurile fixe, care pentru revenirea balanţei de echilibru presupuneau în mod necesar o scădere a importurilor şi o creştere a exporturilor (optica elasticităţii prin preţuri) şi care conduc, de fapt, la o scădere a consumului (optica veniturilor), cursurile flotante prezintă avantajul de a se baza pe scăderea în monedă străină a preţurilor exporturilor şi creşterea preţurilor importurilor în moneda naţională. Se produce, astfel, ajustarea termenilor de schimb, prin cursul valutar. Cursurile flotante permit modificarea simultană a tuturor nivelurilor de preţ, contribuind în mod global la aducerea balanţei în echilibru.

Experienţa, dar şi o serie de studii[9], au demonstrat că se produce un efect de inerţie temporară: sunt necesare, uneori, câteva trimestre sau chiar ani, pentru ca volumul exporturilor şi importurilor să reacţioneze la variaţiile de curs. Reacţia fluxurilor comerciale se produce cu întârziere (cazul balanţei SUA, în anii 1985 - 1987); uneori nu se produce deloc (cazul excedentelor comerciale germane şi japoneze şi insensibilitatea acestora la aprecierea mărcii şi yenului în anii 1985 - 1988).

Efectul de ajustare prin cursul de schimb poate fi împiedicat sau chiar blocat prin politici economice şi monetare inadecvate. În mod logic, o ţară în care moneda se depreciază, va reacţiona printr-o politică monetară strictă şi invers. Eşecul ajustării prin cursul de schimb flotant este relevant în cazurile SUA - politica monetară a administraţiei Carter (1978), prea expansionistă la început, în timp ce dolarul se depreciază puternic; în situaţia inversă, Germania şi Japonia controlează foarte strict monede al căror curs se

9 M. Deppler şi D. Ripley (1978) - "The World Trade Model Merchandise Trade", Staff Papers, IMF, vol.25

apreciază. În același timp, anticipările agenților economici sunt foarte importante. Acestea pot conduce la cercuri vicioase. Exemplele Italiei și Marii Britanii, în anii '70, demonstrează că deficitul extern nu a putut fi corectat prin scăderea cursului de schimb, datorită faptului că fiecare depreciere a fost interpretată de agenții economici ca anunțând altele, ce urmau să vină. Deprecierile au alimentat revendicările salariale și inflația internă. Atâta vreme cât acest tip de efecte în lanț nu pot fi stăpânite printr-o politică economică de ansamblu adecvată, manevrarea cursului de schimb nu servește la nimic.

Practica flotării monedelor a fost, de fapt, mereu **impură**, întrucât valoarea strategică, care este moneda, nu poate fi eliberată integral de influența autorităților monetare, partizanii flexibilității perfecte dând dovadă de naivitate în formularea ipotezei unei piețe pe deplin concurențiale.

CAPITOLUL III

TENDINȚE ȘI MUTAȚII PE PIEȚELE DE CAPITAL. GLOBALIZAREA PIEȚELOR FINANCIARE

3.1. Internaționalizare și interdependența financiară

Economia financiară, deconectată de cea reală, reprezintă fenomenul internațional caracteristic sfârșitului secolului XX, fenomen apărut în mai multe etape. Dacă la început activitățile financiare însoțeau schimburile de mărfuri, într-o a doua etapă, acestea precedă sau urmează schimburilor. Creditele-furnizor, creditele-cumpărător, plățile la termen, operațiunile de acoperire a riscurilor au generat un proces în cadrul căruia mai multe operațiuni financiare corespundeau unei singure operațiuni comerciale. Într-o a treia etapă, apar europieţele, respectiv se dezvoltă fluxuri financiare pure, pentru operațiuni ce aparțin întreprinderilor, fără a avea vreo legătură cu comerțul: credite pentru investiții, arbitraje de trezorerie, cumpărări de acțiuni sau operațiuni cu obligațiuni.

Criza economică și fenomenul petrodolarilor determină trecerea de la **economia internațională a fluxurilor**, legată de necesitățile directe ale întreprinderilor, la **economia financiară a stocurilor**, dependentă de plasamentele deținătorilor de excedente financiare și, în același timp, de necesitățile țărilor cu deficite. Această economie financiară de stocuri domină în prezent economia mondială, tinzând să se suprapună sau să o estompeze pe cea reală. Fenomenul a

fost generat și este întreținut de mișcările de capitaluri, de cursurile flotante, precum și de extinderea afacerilor bursiere.

Frenezia petrodolarilor și a împrumuturilor către lumea a treia cunoaște perioade de acalmie, începând cu anii 1982-1984, odată cu primele dificultăți de rambursare. Europieţele prezintă o încetinire a activității, determinată de problema riscului internațional, cu noile sale dimensiuni - politice, de credit, de piață - acesta din urmă depinzând de volatilitatea cursurilor de schimb și de creșterea ratei dobânzilor.

Cu toate că economiști ca J. Tobin sau R. Dornbush au propus în acei ani o reîntoarcere la un anumit control asupra mișcărilor de capitaluri, acestea își continuă expansiunea, în virtutea "regulii celor trei D": deschidere-dereglementare-dezintermediere.

Dacă ne limităm să analizăm Sistemul Monetar Internațional doar în funcție de natura etalonului - aur, devize sau mixt - în baza căruia agenții monetari publici au pus în aplicare un regim de schimburi fixe sau flexibile, riscăm să ignorăm schimbările structurale majore, care au avut loc în economia mondială, cum sunt **creșterea deficitelor internaționale**, începând cu anul 1973 și **finanțarea acestora, în cea mai mare parte, de către agenții economici privați**. Ulterior, s-a ajuns la o puternică concentrare a sistemelor bancare naționale. În paralel, internaționalizarea băncilor s-a produs printr-o adevărată **auto-organizare a unui sistem monetar privat:** câteva zeci de bănci comerciale concurează, în prezent, oficial, sistemul public, în funcțiile sale esențiale. Toate acestea au fost posibile prin progresul informaticii și telematicii. Acest progres a multiplicat posibilitățile de arbitraj și speculare, concomitent, asupra activelor, cursurilor de schimb, dobânzilor, precum și asupra activului internațional privilegiat - **eurodolarul**.

3.1.1. Internaționalizarea sistemului bancar - băncile transnaționale - rolul lor în procesul dezvoltării europieţelor

Internaționalizarea activităților și structurilor unităților bancare a creeat ceea ce s-a numit o **tehnostructură financiară transnațională**. În prezent, marile bănci comerciale dețin monopolul gestiunii mecanismelor de schimb, executării plăților și reglementărilor internaționale, prin transferul de devize în rețeaua lor de corespondențe. Piața valutară este ea însăși o creație a băncilor comerciale. Prelungind în spațiul internațional activități tradiționale, băncile creează, astfel, un spațiu transnațional de circulație monetară; se asigură, deci, mobilizarea și afectarea resurselor pentru pentru finanțarea comerțului internațional sau a producțiilor delocalizate. Băncile transnaționale furnizează marilor firme resursele necesare realizării investițiilor directe și activităților curente ale filialelor în străinătate. Aceste resurse prezintă particularități și anume: este vorba de sume importante, de termene lungi și de devize diferite. Băncile utilizează, în acest sens, mijloacele de finanțare în eurodevize: eurocredite, euroobligațiuni, euroemisiuni.

Rezultă deci că, băncile transnaționale reprezintă agenții de execuție și de organizare a gestiunii globale pentru lichiditățile firmelor transnaționale, ceea ce reduce perioada de tranzit a acestora. Băncile favorizează, de asemenea, jocurile asupra avantajelor diferitelor regimuri fiscale, utilizarea tehnicilor și prețurilor de transfer.

Băncile vehiculează între ele milioane de dolari, rezultați din operațiunile pe piața valutară. Numai pe piața Londrei, cea mai importantă, tranzacțiile se ridicau la 187 miliarde de

dolari zilnic (în 1991). Recent, au fost elaborate **sisteme de compensare a plăților interbancare** (netting) [1], care permit, de exemplu, unei bănci A, care trebuie să plătească la sfârșitul zilei 200 milioane dolari unei bănci B, care îi datorează ea însăși 100 milioane, să nu realizeze decât un transfer efectiv de 100 milioane. ECHONET (Exchange Clearing House Organisation) la Londra, NACHO (în S.U.A. regrupează numeroși aderenți, alături de organisme financiare specializate, precum **Chase Netting**, aparținând lui Chase Manhattan Bank. Eventuala lor interconectare va forma baza unui sistem mondial de compensare între băncile transnaționale.

Structura sistemului bancar internațional este rezultatul **mai multor strategii**, care comportă grade diferite de internaționalizare și integrare.

Inițial, a avut loc o intensificare a legăturilor internaționale tradiționale, prin **acordurile de corespondență**, care constau în deschiderea reciprocă de conturi. Acestea reprezintă pivoții relațiilor monetare internaționale, întrucât permit unei bănci să intervină în devize fără ca moneda sa națională să fie transferată, ceea ce este determinant pentru operațiunile în eurodevize.

Spre deosebire de birourile de reprezentare și de participările minoritare la o bancă afiliată (Canada, Australia), **expansiunea autocentrată** constă în **organizarea de bănci**

1 **Netting**-ul reprezintă compensarea creanțelor între entitățile aceluiaș grup și reglementarea soldului net într-o singură deviză (reglementare efectuată sau nu prin sistemul bancar), în cazul reglementărilor printr-un sistem de compensare multilaterală a creanțelor, în cadrul unui grup industrial

transnaționale, cu propria lor rețea de filiale, cu participare majoritară a băncii-mamă.

Sucursala este forma cea mai directă de implantare în străinătate. Scopul urmărit este găsirea, prin transnaționalizare a unor noi condiții de rentabilitate: noi depozite, acces la alte piețe naționale și, deci, la distribuirea de noi credite, îndeosebi în eurodevize. Rețeaua **First National-City Bank** este tipică pentru această strategie.

Societățile mixte bancare reprezintă o reminiscență a relațiilor economice est-vest.

În sfârșit, internaționalizarea poate fi **indirectă** sau **partajată**, **tranzitorie** sau **permanentă**, în cadrul **sindicatelor și consorțiilor bancare internaționale**, în scopul lansării de împrumuturi în euroobligațiuni sau eurocredite pentru finanțare de proiecte de mare anvergură. Grupările bancare internaționale - băncile consorțiale - (cu sau fără creare de filiale comune) s-au înmulțit în anii '70. Băncile consorțiale cu participări multiple au, de fapt, finalități precise, cea mai importantă fiind finanțarea pe termen mediu, în baza fondurilor colectate pe piața euromonetară. În anii '70, s-a crezut că băncile consorțiale vor constitui etapa cea mai importantă a procesului de internaționalizare bancară. Ca urmare a inevitabilei concurențe dintre marile bănci, în sânul băncilor consorțiale cu participare multiplă, marile bănci americane, japoneze și europene preferă, în prezent, **strategia rețelei autocentrate**, ceea ce nu anulează sau interzice menținerea asocierilor și acordurilor între aceste rețele (EUROPARTNERS, EBIC, ABECOR). Numai în acest context se poate înțelege existența și dezvoltarea eurodevizelor, precum și realitatea existenței unui sistem monetar internațional privat, articulat pe tehnostructura oficială a băncilor centrale, dar, îndeosebi, pe Sistemul Federal de Rezervă a S.U.A.

3.2. Integrarea financiară indirectă, prin europiețe

Marea piață financiară mondială din zilele noastre, trebuie analizată, în primul rând, prin punerea în evidență a etapelor și diferitelor grade de integrare, respectiv, direcțiilor pe care le-a urmat acest proces. În acest sens, distingem stadiul inițial, caracterizat printr-un proces de **integrare indirectă**, prin intermediul europieței și, ulterior, - **procesul de integrare direct** - reprezentat de transnaționalizarea bancară și finanțele globale.

Fenomenul de integrare financiară, foarte complex și multiform, neomogen în același timp, a fost determinat de un factor esențial - **revoluția tehnologică** . Electronica și telecomunicațiile au permis unificarea spațiului mondial, prin posibilitatea de funcționare continuă, în timp real, a întregului ansamblu. **Integrarea financiară internațională** reprezintă, deci, procesul de interconectare, din ce în ce mai accentuată, a piețelor naționale de capitaluri, ceea ce a condus la **o piață financiară mondială, în curs de unificare crescândă**.

În funcție de tipurile de active avute în vedere: depozite pe termen scurt, obligațiuni, alte valori mobiliare, nivelurile de integrare sunt diferite; putem distinge, în acest sens, **o integrare perfectă** și **integrarea imperfectă.**

Procesul de integrare financiară internațională presupune, totodată, două condiții:

- mobilitatea capitalurilor;

- posibilitatea de substituire a activelor.

Mobilitatea capitalurilor reprezintă posibilitatea deplasării geografice a acestora, de la o piață financiară la alta, sau dintr-o țară în alta. Piața devine tot mai integrată

atunci când permite realizarea cu ușurință a mișcărilor de fonduri, prin absența controlului asupra schimburilor și prin absența discriminărilor de ordin fiscal.

Posibilitatea de substituire a activelor lărgește câmpul de acțiune al investitorilor, respectiv locul investiției și moneda de suport corespunzătoare. Ceea ce se urmărește este **randamentul maxim**, atât prin trecerea de pe o piață pe alta, cât și prin modificarea componenței în devize a portofoliului deținut. Astfel, operațiunea de **reamenajare a portofoliului în devize** va depinde de următorii factori:

- randamentele relative;

- riscul de schimb, pentru monedele alese;

- alte riscuri, cum sunt cele politice, riscul înghețării activelor etc.;

- regimul fiscal.

Piața financiară internațională va deveni cu atât mai integrată, cu cât activele financiare deținute de agenți de naționalitate diferită, vor beneficia de egalitate în tratament, ceea ce, pentru active echivalente, se traduce prin egalizarea randamentului net, respectiv randamentului brut (nominal), corectat cu rata variației cursului de schimb, diferențierile în politica fiscală și posibilele prime de risc.

Europieței au deținut și dețin o importanță deosebită în procesul de integrare financiară internațională, în sensul dat de H. Bourguinat [2]; acestea au determinat "creșterea capilarității piețelor naționale, susceptibile să asigure o substituire crescândă a activelor financiare comparabile, de naționalitate diferită, care garantează circulația internațională

2 Henri Bourguinat - "Internationalisation et autonomie de décision" - Economica, Paris, 1982

a capitalurilor şi, respectiv, a aculmulării". Europieţele au permis repartizarea lichidităţilor la nivel mondial, devenind, în acelaş timp, multipolare şi transnaţionale, prin reţeaua băncilor transnaţionale şi prin asocierea acestora în **consorţii sau sindicate bancare**. Această integrare se traduce prin tendinţa de uniformizare a ratelor dobânzii. Tehnic, practica deja există - exemplul LIBOR (London Interbank Offered Rate) conduce eurobăncile să aplice măsuri similare de determinare a ratelor şi marjelor (spread) pentru diferiţii beneficiari de credite.

Până în anii '60, pieţele financiare naţionale erau închise în raport cu piaţa internaţională; statele îşi păstrau rezerva naţională, care nu se expatria decât pentru finanţări de investiţii directe. În domeniul financiar, transnaţionalizarea semnifică abolirea acestei segmentări în pieţe naţionale protejate, respectiv o permeabilitate şi accesibilitate asupra activelor lichide transnaţionale, care sunt eurodevizele.

Osmoza progresivă între pieţele interne şi cea internaţională a permis circulaţia generalizată a capitalurilor. Pieţele euromonetare au influenţat cu certitudine structurile şi funcţionarea Sistemului Monetar Internaţional, conducând la o multipolarizare a sistemului eurobancar. În ciuda variaţiilor puternice de curs, dolarul rămâne principala eurodeviză. Cu toate acestea, marca, yenul şi câteva alte monede europene sunt considerate, de asemenea, eurodevize, în jurul cărora gravitează, în prezent, şi alte monede.

Tendinţa actuală către un policentrism monetar nu este, însă, lineară. Concurenţa bancară internaţională a determinat polarizări în trei direcţii:

- **întărirea vechilor centre financiare,** cele din Europa - Londra, Frankfurt, Zurich, Paris, şi apoi New York, care a reintegrat eurodolarul în zona sa bancară "on-shore";

- **dezvoltarea de noi centre financiare, plăci turnante sau antrepozite**, care colectează, gestionează, redistribuie lichidităţile non-rezidenţilor (Hong-Kong, Singapore);

- **multiplicarea centrelor off-shore** (Bahamas, Barbados, Cayman, Panama ş.a.), care constituie astăzi relee importante în circuitul mondial al eurodevizelor, la nivel interbancar sau intrabancar, în general independente de comerţ sau producţie.

Această multipolarizare a activităţii eurobancare a facilitat finanţarea datoriilor externe la nivel internaţional, timp de trei decenii, întărind continuu poziţia internaţională a dolarului.

3.2.1. Apariţia şi dezvoltarea pieţei eurodevizelor

Piaţa eurodevizelor reprezintă un rezervor de capitaluri lichide pe termen scurt, în monede convertibile. Mobilul dezvoltării sale îl constituie faptul că s-au putut obţine randamente superioare, comparativ cu pieţele interne. Marja de beneficiu a eurobăncilor este, în general, foarte redusă, limitată; volumul unitar al tranzacţiilor acţionează, însă, în compensaţie.

Europieţele au demarat foarte lent în cursul anilor '50, pentru a se dezvolta simţitor în deceniul ulterior şi a lua amploare în anii '70.

La începutul deceniului şase, intervin primele operaţiuni. S-a pretins atunci că sovieticii au creat piaţa ce avea să devină simbolul capitalismului financiar. Prefixul **euro** era cel al telexului băncii ţărilor Europei de Nord, cu sediul la Londra, care, în timpul războiului din Coreea, a atras active în dolari din U.R.S.S., deţinute până atunci la New York şi transferate de teama blocării acestora de către americani. În realitate, adevăratul start pentru europieţe a fost dat de comportamen-

tul băncilor britanice: acestea, tot mai afectate de deprecierea lirei sterline, au început să lucreze cu dolari americani, care au devenit astfel **eurodolari**, născuți pentru operațiuni făcute în afara țării de emisiune. În 1952, piața reprezenta 2 miliarde dolari, în 1960 mobiliza doar 4,5 miliarde.

Anii '60 vor da un anumit impuls europieței, dominate în proporție de 80% de dolar. De data aceasta, problemele economiei americane vor fi la originea expansiunii. S.U.A. va întări piața externă a dolarului, prin două serii de măsuri:

- reglementarea Q în 1958, plafonase deja remunerarea conturilor la termen ale americanilor și constituia pentru investitori o incitare de a căuta în afara S.U.A. remunerări mai atractive. Acestea vor fi, desigur, găsite pe europieței;

- taxa de egalizare a ratei dobânzii (Interest Equalization Tax) din iulie 1963, creată de guvernul președintelui L. Johnson, va stabili un impozit la bază asupra dobânzilor capitalurilor împrumutate de rezidenții americani în străinătate. În 1964, au intervenit restricțiile voluntare asupra exporturilor de capitaluri (Voluntary Foreign Capital Restraints), care reprezentau angajamente de a nu majora ieșirile de capitaluri. Aceste două măsuri relevă dificultățile întâmpinate de S.U.A. în finanțarea politicii "new frontier", angajată de președintele J. Kennedy, dar îndeosebi, a războiului din Vietnam. Totodată, apar și primele probleme legate de balanța de plăți. Rezultatul a fost incitarea societăților transnaționale americane să împrumute direct pe piața externă a dolarului. Putem considera, deci, că toate aceste evoluții reprezintă o victorie relevantă a legilor pieții asupra birocrației, fiind favorizate, în primul rând, de o serie de reglementări legislative. Procesul generat avea să devină cel mai important fenomen financiar din ultimii 40 de ani. El poate constitui astăzi o lecție pentru toți cei ce consideră că

fenomenele economice pot fi domesticite cu ușurință, prin intermediul unor legi, decrete, regulamente sau circulare administrative.

La începutul deceniului șase, sistemul monetar și fiscal internațional era rudimentar și limitat. Agenții economici care aveau nevoie de fonduri pentru finanțare nu se puteau adresa decât sistemului monetar și financiar național. La rândul lor, cei ce dispuneau de fonduri beneficiau doar de suportul băncilor și caselor de economii din sistemul național sau puteau investi prin subscriere la emisiunile de acțiuni sau obligațiuni interne.

Dezvoltarea economică, reconstrucția sistemelor financiare, liberalizarea progresivă a comerțului și mișcărilor de capitaluri au creat celor interesați oportunitatea de a se adresa și altor sisteme economice și financiare, în afara granițelor naționale.

Piața eurodevizelor se dezvoltă și din momentul în care firmele - în general europene - descoperă că este mai ușor și mai puțin oneros să obțină fonduri în dolari la Londra, decât la New York și chiar decât să facă împrumuturi în moneda națională și viceversa (respectiv, plasarea economiilor la Londra).

Piața eurodevizelor ia avânt în anii 1973-1974, datorită excedentelor comerciale provenind din comerțul cu țiței și, respectiv, reciclării petrodolarilor, O serie de alți factori, care țin de cererea de fonduri, au jucat, la rândul lor, un rol important. În acest sens, putem menționa:

- suprimarea, în 1974, a reglementărilor și taxelor americane, îndeosebi taxa de egalizare a ratei dobânzii care, până atunci, izola într-un fel S.U.A. dar, mai ales, frâna arbitrajul pieței dolar - eurodolar;

- extinderea zonei în cauză: pe lângă Europa și Canada, apar centrele off-shore, [3] alimentate cu fondurile provenite din afacerile cu țiței. Acestea vor juca un rol tot mai important: Hong-Kong, Bahrein, Singapore, Bahamas, insulele Cayman ș.a. S-a propus atunci denumirea de **xeno-devize**, pentru a arăta independența acestora față de băncile implantate în Europa. Noțiunea de euro-devize era prea încetățenită. Prefixul "xeno", deci, nu s-a impus;

- volumul cererii de fonduri aparținând întreprinderilor din sectorul public, dintr-o serie de țări vest-europene;

- deficitele de balanță, rezultate din creșterea facturilor petroliere, acoperite, la rândul lor, prin împrumuturi pe piața euro-devizelor;

- marile proiecte industriale ce țin de aceste evenimente, ca de exemplu, exploatarea câmpurilor petrolifere din Marea Nordului.

Această perioadă este, în același timp, caracterizată prin împrumuturile consorțiale, acordate de eurobănci țărilor în curs de dezvoltare. Economia financiară mondială, din ce în ce mai bine branșată la rezervorul intern al dolarului și, în subsidiar, al DM, lirei sterline, francului elvețian, yenului, începe să facă față oricăror necesități de finanțare. Asistăm la triumful **economiei de îndatorare, bazată pe credit**. Europieţele par să fie definitiv instalate. S-a constituit, astfel, o imensă piață de fonduri, care funcționează în afara statelor, cu propriile sale caracteristici și anume:

3 Off-shore = hors rivage, dincolo de țărm, denumite astfel deoarece beneficiază de un fel de extrateritorialitate și scapă, în acest mod, îndeosebi de controlul băncilor centrale

- este o **piață en gros**, care nu tratează decât sume importante;

- este o **piață paralelă**, fără control strict din partea autorităților monetare;

- este, de fapt, o **piață interbancară**, care la început nu comporta decât circa 200 de bănci participante; după primul șoc petrolier, numărul acestora a atins câteva mii.

Dezvoltarea europieţelor pe baza eurodevizelor este urmărită de BRI - Banca Reglementelor Internaționale - cu sediul la Basel, în Elveția, sau Morgan Guaranty Trust din New York. BRI își întocmește statisticile în baza cifrelor comunicate de băncile centrale sau, mai rar, în baza propriilor estimări. Zona de acoperire, inițial limitată la Europa de Vest și Canada, s-a extins progresiv la Asia și chiar la principalele paradise fiscale.

În martie 1988, piața eurodevizelor atingea, în baza cifrelor Morgan Guaranty Trust - 2 227 miliarde dolari, față de 1973, când se ridica doar la 160 miliarde; rezultă, deci, o creștere de 20%. Cifrele BRI sunt puțin mai scăzute, întrucât zona acoperită și metodele de contabilizare sunt diferite.

Repartiția monedelor în bilanțul consolidat al eurobăncilor (date 1988, în miliarde dolari)

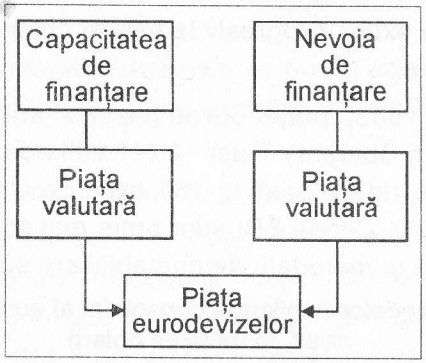
	Active		Angajamente	
Dolar	1328	65%	1535	66%
Marcă	293	14%	340	15%
Franc elvețian	114	6%	139	6%
Yen	159	6%	141	6%
Liră sterlină	69	3%	86	4%
ECU	86	4%	87	3%
Total	2049	100%	2318	100%

Sursa: BRI, 1989 - Raport anual.

În ceea ce privește partea dolarului, acesta reprezenta 75-80%, în 1970, pentru ca în 1988 să scadă la 65%. S.U.A. au inițiat în 1981 **facilitățile bancare internaționale** (International Banking Facilities), care au scutit de obligația de rezervă depozitele străine, creându-se astfel zone financiare libere, la New York și în alte mari centre americane. Scopul a fost recaptarea unei părți din euro-operațiuni.

Londra continuă să fie centrul reprezentativ pentru tranzacțiile în eurodevize, depășind, ca volum al afacerilor, cu mult celelalte centre financiare.

3.2.2. Resursele pieței eurodevizelor



Resursele acestei piețe au la origine plasamentele făcute de investitorii internaționali, sub forma **depozitelor la termen** sau **certificatelor de depozit**.

A. **Depozitele la termen propriu-zise**

Piața eurodevizelor este alimentată, în primul rând, prin depozite, a căror scadență variază, de la câteva zile (pot fi și depozite pentru 24 de ore), la cinci ani. Scadența majorității acestor depozite este, însă, sub șase luni (trei luni sau o săptămână). Tehnica depozitelor la termen, simplă și

tradițională, este utilizată de eurobănci pentru obținerea sau colectarea de fonduri. Fiind în același timp flexibilă, este agreată de investitori, care aleg scadențe și dobânzi corespunzătoare propriilor interese și necesități. Sumele depuse sunt diferite, practic, însă, nu pot fi inferioare sumei de 25 000 dolari, mergând în sus până la câteva zeci de milioane. Majoritatea operațiunilor se înscriu în norma a 100 000 dolari. Dobânda este în funcție de condițiile pieței, la Londra fiind indexată după LIBOR, fără să corespundă neapărat cu aceasta. Pentru depozite ce depășesc cinci milioane dolari, rata dobânzii poate să corespundă cu LIBOR; pentru depozite de mai mică importanță, scade sub aceasta.

B. **Certificatele de depozit**

Deși nu reprezintă, în prezent, decât 30% din resursele atrase ale băncilor, aceste certificate sunt în plin proces de afirmare.

Certificatul de depozit este un titlu care atestă faptul că investitorul a efectuat un depozit în devize, de o anumită valoare, pentru o perioadă determinată, la o rată a dobânzii negociabilă.

Suntem tentați să credem, desigur, că certificatele de depozit sunt identice cu depozitele la termen. Ele diferă, însă, printr-o singură caracteristică esențială și anume: **posibilitatea de negociere a condițiilor**.

Prima emisiune de certificate de depozit pe piața eurodevizelor a fost realizată în 1966, de către First National City Bank. Succesul primei emisiuni a condus la multe altele, incitând băncile emitente să diversifice gama certificatelor utilizate, atrăgându-se astfel, tot mai mulți operatori și sporind volumul resurselor acestei piețe.

Certificatele de depozit prezintă câteva avantaje și anume:

- stabilizează resursele băncilor pe perioade de timp îndelungate;

- această stabilizare este în avantajul investitorilor, care acceptă scadențe mai lungi, întrucât intervine piața secundară, unde se pot procura lichiditățile necesare, fără a se aștepta scadența la depozite;

- condițiile referitoare la dobândă sunt atrăgătoare, atât pentru investitori, cât și pentru bancă.

Primele certificate de depozit, aparținând băncilor în căutare de fonduri, au fost emise "on tap" (la robinet), cu scadențe ce puteau atinge cinci ani și valoarea inițială minimă de 25 000 de dolari, fiind vândute prin intermediul dealerilor. Valoarea minimă poate atinge astăzi 200 000 de dolari, media fiind de ordinul a 5 000 000 de dolari. Condițiile de emisiune sunt negociabile între bancă și deponent.

Întrucât acest gen de certificate nu a atras suficiente fonduri, s-a recurs la emisiunile în tranșe. Primele certificate emise după această procedură, de către banca Crédit Lyonnais, se referă la sume ce variază între 15 și 30 milioane de dolari, sub formă de cupoane de titluri de 10 000 de dolari. În prezent, sumele aferente sunt de 15-50 milioane, prin cupoane de 20 000 - 50 000 de dolari. Aceste titluri, asemănătoare cu emisiunile de obligațiuni, sunt vândute după proceduri identice celor utilizate pe piața financiară.

3.3. Dezvoltarea piețelor financiare internaționale

Deschiderea economiei către exterior a condus la apariția a două categorii de piețe: piețele valutare și piețele financiare internaționale. **Piețele financiare internaționale** au cunoscut, în ultimii 30-35 de ani, o dezvoltare susținută și spectaculoasă, răspunzând necesităților manifestate, atât de

investitori, cât și de lumea în dezvoltare. Băncile internaționale au jucat un rol central în această evoluție, prin dinamismul și procesul de inovare permanent ce le caracterizează.

3.3.1. Tipologia piețelor de capital

A. Piețe de capital și credite bancare

Operațiunile realizate pe piețele de capital se deosebesc de creditele bancare propriu-zise prin distincția ce se poate face între **finanțarea directă** și cea **indirectă**. Astfel, creditul bancar reprezintă o **finanțare indirectă**, întrucât un agent economic solicită credit de la o bancă care va trebui, deci, să-l finanțeze, fie prin colectare de fonduri, fie prin emisiune de monedă.

Piețele de capital presupun o **finanțare directă**: doi agenți economici - vânzător și cumpărător - schimbă un titlu financiar. Vânzătorul își procură astfel fonduri, în schimbul titlului emis, iar cumpărătorul face un plasament, dobândind acest titlu. Transferul titlului se materializează într-o simplă operațiune contabilă. În multe cazuri, agenții economici se adresează unor intemediari, singurii îndreptățiți să intervină direct pe piață. În esență, se procedează la simplul schimb de titluri, între cumpărători și vânzători.

Înainte de 1985, piața capitalurilor pe termen scurt acoperea în întregime piața interbancară, denumită și piața monetară. Acestă piață reprezintă locul unde băncile schimbă excedentele și deficitele de monedă; banca centrală intervine, la rândul său, pentru a aduce sau a retrage lichidități. După 1985, piața monetară cuprinde două compartimente: cel vechi și cel nou. Cel vechi reprezintă "piața interbancară" în sens strict; cel nou constituie "piața monetară deschisă" sau, altfel spus, "piața titlurilor pe termen scurt negociabile". Acest compartiment este nou, întrucât presupune instrumente finan-

ciare noi, respectiv titluri standardizate, cu scadențe ce merg, de la câteva zile, la 7 ani. Aceste instrumente au fost create pentru a permite întreprinderilor și intermediarilor financiari să colecteze fonduri pe perioade scurte (sub 2 ani - termen scurt; de la 2 la 7 ani - termen mediu).

Piața capitalurilor pe termen lung reprezintă ceea ce numim în mod obișnuit piața financiară și piața bursieră. Titlurile schimbate sunt de două feluri: - titluri emise pe termen lung (obligațiuni); - titluri de proprietate (acțiuni).

B. **Piața primară, secundară și piața cenușie**

Pe **piața primară, piața titlurilor noi**, sunt vândute titlurile nou emise, prin care emitentul poate obține fondurile necesare propriilor necesități. Titlurile care sunt deja în circulație pot fi tranzacționate pe **piața secundară, cea a titlurilor de ocazie**, foarte importantă, însă, pentru eficiența unui sistem de finanțare. Se spune despre un titlu că este **lichid** atunci când poate fi ușor vândut. Prețul variază în funcție de legea cererii și ofertei, cu partea sa de riscuri. Volumul operațiunilor pe piața secundară este mult mai important decât cel de pe piața primară, în 1993 acest raport fiind de 1 la 15, pentru obligațiuni și 1 la 40, pentru acțiuni.

Există, de asemenea și ceea ce se numește **piața cenușie** (grey market, le marché gris). Aceasta reprezintă piața în cadrul căreia intermediarii schimbă titluri în bloc, cu ocazia lansării unui împrumut. După acest prim partaj, fiecare se ocupă să-și plaseze titlurile față de marele public (marea masă de investitori mărunți).

C. **Piețe naționale și piețe internaționale**

Pe piețele naționale intervin rezidenții unei țări, care schimbă titluri emise în moneda națională. Fenomenul internaționalizării face să dispară această separație. Odată cu deschiderea frontierelor pentru capitaluri, piețele financiare

sunt accesibile pentru toți operatorii. Cu toate acestea, piețele naționale mai păstrează încă specificul lor, în funcție de rolul atribuit organelor de control din fiecare stat.

D. **Piețe organizate și piețe pentru titlurile necotate**

O piață organizată presupune reglementări și instituții. Pentru un anumit tip de titluri, întâlnirea dintre ofertanți și solicitanți se realizează în mod sistematic și regulat, în locul prevăzut în acest scop. Titlurile sunt cotate; toată lumea are acces la informații. Publicarea prețurilor și garantarea tranzacțiilor sunt asigurate de un organism de control. **Bursa de valori** este exemplul tipic de **piață organizată**.

Piața titlurilor necotate (over the counter, de gré à gré) nu este instituționalizată. Ofertanții și solicitanții se întâlnesc pentru a conveni tranzacții de titluri, în condiții ce variază de la caz la caz, neexistând un sistem organizat de cotații.

E. **Piața de acoperire a riscurilor** s-a dezvoltat tot ca o consecință a internaționalizării și liberalizării piețelor naționale. Principalele categorii de riscuri acoperite sunt: riscul de curs de schimb, riscul de dobândă, riscul asupra valorii titlurilor.

Pentru depășirea acestor riscuri au apărut noi instrumente financiare și noi piețe, ce dețin în prezent o importanță deosebită. Să amintim doar MATIF Și MONEP, în Franța. Raportul din 1993, al Băncii Reglementelor Internaționale (BRI) estimează că aceste piețe au înregistrat o creștere de 35%, în 1992.

3.3.2. Piețele financiare internaționale

Piețele financiare internaționale permit întâlnirea ofertei cu cererea de capitaluri pe termen scurt, mediu și lung, la nivel mondial, în acele **centre internaționale** în care operează agenți fără deosebire de naționalitate, cu monede

sau devize, la alegere. Activitatea pe aceste piețe s-a accelerat după 1983, fiind alcătuită din compartimente ce se disting unele de altele prin procedurile de emisiune specifice sau prin activele de natură diferită.

Principalele compartimente sunt următoarele:

- piața euroobligatară
- piața emisiunilor străine
- piața emisiunilor internaționale de acțiuni
- piața eurocreditelor
- piața euroefectelor.

3.3.2.1. Piața euroobligatară

Euroobligațiunea reprezintă un titlu de creanță cu statut fiscal aparte, emis de un sindicat de bănci internaționale, plasat, de regulă, în străinătate. Adeseori, însă, aceste titluri sunt plasate, în final, investitorilor a căror naționalitate corespunde cu cea a devizei utilizate de cel ce se împrumută. Cele două elemente ce definesc euroobligațiunea, deosebind-o de o simplă emisiune națională sunt, prin urmare:

- sindicatul bancar internațional de emisiune;
- scutirea de impozit la bază, în țara emitentă.

Sindicatul bancar facilitează difuzarea titlurilor pe piața mondială; statutul fiscal derogator reprezintă o caracteristică, datorită faptului că în toate țările lumii fiscul național reține o parte din dobânzile contractuale la bază, cuvenite celor ce subscriu la emisiuni de titluri. Deviza în care sunt emise titlurile poate fi cea a țării de origine a împrumutului sau o deviză terță disponibilă, utilizată în afara țării sale de origine.

Taxa pentru egalizarea ratei dobânzii, instituită în S.U.A., în iulie 1963 a contribuit, în primul rând, la dezvoltarea pieței euroobligatare, întrucât agenții economici străini îndepărtați

astfel de pe piața New York-ului, au căutat surse de finanțare în afara S.U.A. De menționat totuși că excluderea străinilor de pe piața americană nu a fost totală în acei ani, întrucât plasamentele unor entități canadiene, ale unor organisme internaționale (Banca Mondială, Banca Interamericană) sau împrumuturile unor țări în curs de dezvoltare erau scutite de taxa de egalizare. Datorită restricțiilor existente și pe piețele financiare din Europa, filialele firmelor americane și-au îndreptat atenția spre piața euroobligatară. Taxa de egalizare a ratei dobânzii a fost suprimată la 1 ianuarie 1974. După acest an, atât piața New York-ului pentru emisiuni străine, cât și piața euroobligatară s-au dezvoltat considerabil. Firmele străine au utilizat, în paralel, ambele oportunități de finanțare, contribuind la integrarea crescândă a piețelor internaționale de capitaluri.

Firmele franceze, de exemplu, atât cele de stat, cât și cele private au făcut apel adeseori la piața euroobligatară. Atractivitatea față de euroobligațiuni constă, în primul rând, în scutirea de impozit la bază, care reprezintă, de fapt, o dobândă mai mică comparativ cu cea plătită de piața internă. În anumite perioade, asemenea acțiuni au fost încurajate întrucât se realizau astfel intrări de devize ce contribuiau la susținerea francului. Banca Franceză de Comerț Exterior, EDF, SNCF, Creditul Național, telecomunicațiile, la care se adaugă, pentru sume mai modeste, Rhône-Poulenc, Peugeot, Saint-Gobain, Paribas, Cément Lafarge, Michelin, Renault au practicat împrumuturi de acest gen.

Monedele utilizate pentru euroemisiuni. Până în 1982, peste 80% din emisiunile euroobligatare au fost realizate în dolari, după care importanța acestei monede s-a redus considerabil, deținând în 1990-1992 circa 35%. Yenul a fost utilizat pe piața euroobligatară pentru prima oară în 1977, fiind astăzi a doua monedă, ca importanță, pentru noile

emisiuni. A treia monedă de suport este marca. Celelate monede, cum sunt: dolarul canadian, lira sterlină, francul francez, dolarul australian se utilizează mai mult sau mai puțin, în funcție de situația pieței, restricțiile sau laxismul autorităților monetare naționale. Au fost folosite uneori și monede cu circulație restrânsă, cum sunt dolarul Hong-Kong, dinarul Bahrein sau rialul saudit. În deceniul trecut, apar emisiunile în ECU, care dețin în prezent locul patru ca importanță, după dolar, yen și marcă. Cu excepția francului elvețian, toate monedele internaționale au fost practic utilizate pe piața euroobligatară. Aceasta întrucât autoritățile elvețiene au refuzat utilizarea monedei naționale pe piețele internaționale. În schimb, pot fi efectuate emisiuni de titluri în franci elvețieni numai pe piața internă, sub forma emisiunilor străine. (Tabelul nr.1)

Între anii 1983-1993, peste 95% din emisiunile euroobligatare au fost realizate de țările OCDE, restul aparținând în mare parte unor instituții financiare internaționale, precum Banca Mondială. Între anii 1979-1989, importanța relativă a țărilor în dezvoltare a scăzut simțitor, de la 11%, la mai puțin de 1%. După 1990, se poate vorbi totuși de o relativă înviorare a împrumuturilor lansate de întreprinderi localizate în țările în dezvoltare.

Tabelul nr.1 - Repartizarea emisiunilor euroobligatare pe devize

- în procente -

Anul	AUD	CAD	DEM	ECU	FRF	JPY	NLG	GBP	USD	Alte devize	Total
1980	0,5	1,5	17,5	–	4,5	1,5	2,5	5,0	66,5	0,5	100,0
1981	–	2,6	5,3	1,1	1,9	1,5	1,5	1,9	80,4	3,8	100,0
1982	–	2,4	6,6	1,6	–	1,2	1,2	1,6	83,9	1,6	100,0
1983	0,4	2,2	8,0	4,4	–	0,4	1,4	4,4	78,2	0,6	100,0
1984	0,4	2,6	5,3	3,5	–	1,5	1,2	4,9	79,9	0,7	100,0
1985	2,3	2,1	7,0	5,1	0,8	4,8	0,4	4,5	70,9	2,1	100,0
1986	1,8	2,7	9,1	3,8	1,9	9,9	0,5	5,6	62,9	1,8	100,0
1987	6,3	4,3	10,7	5,3	1,3	16,1	0,8	10,7	41,4	3,3	100,0
1988	4,7	7,3	13,2	6,3	1,3	8,9	1,2	13,2	41,7	2,2	100,0
1989	3,1	5,9	7,7	5,9	2,1	7,3	1,1	8,7	55,2	3,0	100,0
1990	2,9	3,6	10,2	9,9	5,2	12,7	0,4	11,6	38,9	4,7	100,0
1991	1,8	9,1	8,0	12,7	6,8	14,4	1,2	10,3	30,9	4,8	100,0
1992	1,8	5,7	12,2	7,7	8,8	12,2	2,4	8,4	37,4	3,4	100,0

Sursa : OCDE, Statistici financiare lunare

Tabelul nr.2 - Repartizarea emisiunilor euroobligatare pe grupe de țări

- în procente -

Anul	Țările OCDE	Țări în dezvoltare	Țările Europei Centrale și Orientale	Instituții financiare internaționale	Alte țări și diverse	Total
1979	87,4	10,9	0,6	1,1	0,6	100,0
1980	81,0	6,0	0,5	2,5	-	100,0
1981	85,3	8,3	-	6,0	0,4	100,0
1982	87,7	7,2	-	4,6	0,6	100,0
1983	91,0	4,0	-	3,8	1,2	100,0
1984	92,8	3,3	-	3,1	1,0	100,0
1985	91,3	4,0	0,3	2,9	1,5	100,0
1986	95,7	1,4	0,2	2,1	0,5	100,0
1987	94,4	1,6	0,1	3,9	0,1	100,0
1988	96,3	1,6	0,3	1,8	-	100,0
1989	95,8	0,7	0,6	2,9	-	100,0
1990	91,4	1,9	0,8	5,8	0,2	100,0
1991	92,1	2,6	0,4	4,4	0,5	100,0
1992	89,6	3,7	0,3	5,8	0,5	100,0

Sursa: OCDE, Statistici financiare lunare

Euroemisiunile sunt efectuate în cea mai mare parte sub forma obligațiunilor clasice, cu caracteristici identice celor de pe pieţele interne. Au fost ani când s-au amis şi obligaţiuni convertibile, obligaţiuni cu bon de subscriere de acţiuni sau obligaţiuni warrant.

Repartizarea emisiunilor obligatare internaţionale pe tipuri de emitenţi

- în procente -

Anul	Finanțe publice	Firme de stat	Bănci	Firme private	Organizații internaționale	Total
1988	10,9	14,1	27,2	39,1	8,7	100,0
1989	7,9	12,8	24,2	46,6	8,4	100,0
1990	10,7	18,1	23,9	34,5	12,8	100,0
1991	14,3	16,3	17,2	40,1	12,1	100,0
1992	19,1	16,2	19,7	32,2	12,4	100,0

Sursa: Financial Market Trends - februarie 1993, p. 99

Repartizarea emisiunilor obligatare pe tipuri de active utilizate

- în procente -

Anul	Obligațiuni cu dobândă fixă	Obligațiuni cu dobândă flotantă	Obligațiuni convertibile	Obligațiuni cu bon de subscriere în acțiuni	Obligațiuni cu cupon zero	Alte tipuri	Total
1988	70,5	9,8	5,0	13,1	0,5	1,1	100,0
1989	60,5	6,9	5,5	25,9	0,9	0,3	100,0
1990	69,1	16,1	4,6	9,2	0,7	0,3	100,0
1991	78,7	5,7	3,3	10,6	1,3	0,4	100,0
1992	79,5	13,1	1,6	4,7	1,0	0,2	100,0

Sursa: Financial Market Trends - februarie 1993, p. 96

A. **Obligaţiunile obişnuite cu dobândă fixă** (straight bonds) reprezintă titlurile la purtător cele mai frecvent

utilizate, emisiunile fiind efectuate de guverne, întreprinderi de stat sau organizații internaționale. Întreprinderile private din Europa emit, la rândul lor, cu predilecție obligațiuni obișnuite. O altă explicație a preponderenței acestora constă în faptul că obligațiunile convertibile sunt mai riscante și, din acest motiv, investitorii solicită de la bun început informații detaliate asupra situației întreprinderii, înainte de a cumpăra.

Valoarea euroobligațiunilor obișnuite nu este, de regulă, sub 5 000 de dolari, 1 000 DM, 1 000 ECU, 10 000 FF sau 1 milion yeni, iar volumul global al unui împrumut poate fi cuprins între 50 și 500 milioane de dolari, unele emisiuni depășind acest volum. Valoarea cuponului este variabilă, în funcție de condițiile pieței în momentul emisiunii; poate fi chiar nulă, pentru emisiunile cu cupon zero.

Împrumutul poate fi rambursat în trei moduri:

- "in fine", la scadența finală;
- prin rate anuale constante;
- în două, trei sau patru tranșe.

În contractul de emisiune pot fi prevăzute și clauze pentru rambursări anticipate. Acestea interesează în cazul aprecierilor monetare, permițându-se rambursarea titlurilor neamortizate, cu plata unei prime de 2-5% din valoarea nominală a titlurilor. De regulă, o asemenea clauză nu este valabilă pentru primii doi ani ai împrumutului. Contractele mai prevăd, uneori și clauza de recumpărare a titlurilor pe piața secundară care permite clientului să acționeze în cazul scăderii cursurilor. Emitenții au dat mereu dovadă de inventivitate, introducând obligațiuni extensibile sau retractabile, emisiuni în mai multe devize sau emisiuni cu opțiune asupra cursului de schimb.

B. **Obligațiunile cu dobândă variabilă (floating rate notes** - FRN), introduse în 1974, prezintă următoarele caracteristici:

- sunt efectuate, în cea mai mare parte, în dolari americani, în perioadele de mare fluctuație a ratei dobânzii, în sensul creșterii acesteia;

- remunerarea investitorilor este calculată semestrial, putându- se efectua lunar sau trimestrial, în funcție de o rată de referință, care este, de regulă, LIBOR, respectiv rata eurodepozitelor în dolari la 6 luni (la 1 lună sau 3 luni, dacă remunerația este calculată lunar sau trimestrial). La LIBOR (sau altă rată de referință) se adaugă o marjă variabilă în funcție de riscul ce ține de emitent;

- FRN se aseamănă, astfel, cu eurocreditele. Băncile cumpără și păstrează adeseori în portofoliu obligațiuni cu dobândă flotantă. Deosebirea față de eurocredite constă în faptul că euroobligațiunile cu dobândă flotantă pot fi ulterior lichidate pe piața secundară;

- prin calculul lunar, trimestrial sau semestrial al dobânzii FRN se aseamănă cu titlurile de pe piața monetară. Băncile și instituțiile financiare au fost la început principalii emitenți de FRN, ulterior au apărut și alți agenți interesați de acest compartiment al pieței internaționale. Ceea ce îi caracterizează este prestigiul și talia (calitatea semnăturii). Scadența titlurilor variază între 10-15 ani, iar cupoanele sunt între 100 000 - 500 000 de dolari. Asemenea emisiuni pot cuprinde și clauze de rambursare, la latitudinea emitentului sau investitorului.

C. **Obligațiunile convertibile în acțiuni** au apărut pe piața internațională în 1965. Conversia, la latitudinea investitorului, este posibilă după 6 luni sau 1 an de la emisiune, obligațiunile putând fi schimbate în acțiuni ale societății emitente sau societății-mamă. Paritatea de conversie, fixată

în cursul emisiunii, este bazată pe valoarea bursieră a acțiunii, la data emisiunii, majorată cu o primă ce reprezintă 5-15% din valoarea titlului. Obligațiunile convertibile sunt emise, de regulă, atunci când tendințele la bursă sunt bune în toate centrele financiare, dar mai ales la New York Stock Exchange. Asemenea emisiuni sunt efectuate în mod frecvent de marile întreprinderi private americane.

Un împrumut convertibil este, de regulă, superior ca volum celui sub forma acțiunilor obișnuite. Clauza de conversie permite emitentului să reducă sensibil costul nominal al împrumutului. Durata variază între 10-15 ani, adeseori comportând clauza de rambursare anticipată, la latitudinea emitentului. Cheltuielile și comisioanele sunt aceleași, ca și pentru un împrumut obligatar clasic.

Principalul avantaj a acestor titluri este acela că permit emitentului să reducă costul datoriei - neavând nimic de rambursat, dacă se produce preschimbarea în acțiuni scontată. La rândul lor, investitorii acceptă asemenea cupoane, în speranța de a beneficia de profit, după conversie (dividende).

Imaginația emitenților a mers mai departe și în acest caz, creând obligațiuni cu opțiune de curs de schimb sau obligațiuni cu dobândă flotantă, convertibile în obligațiuni cu dobândă fixă și invers.

D. **Obligațiunile însoțite de bon de subscriere de acțiune sau de obligațiune (warrant)** au fost introduse pe piața internațională la sfârșitul deceniului 1960-1970.

Obligațiunea cu warrant [4] este un titlu clasic însoțit de unul sau mai multe drepturi de opțiune (warrants), care permit

4 warrant (engl.) se traduce prin drept, putere, mandat, procură, certificat, garanție

dobândirea sau subscrierea la acțiuni ale societății emitente, în cursul unei perioade de timp, în proporția sau la prețul fixat la început.

Pe la mijlocul deceniului trecut, pe lângă **warrants de acțiuni** au apărut și **warrants de obligațiuni**, respectiv instrumente care dau dreptul de a se dobândi ulterior titluri financiare cu venituri fixe. Tilurile warrants de acțiuni s-au extins în cursul deceniului trecut, ca urmare a dezvoltării piețelor bursiere. Firmele japoneze emit în ultimii ani warrants de acțiuni cu opțiune de schimb valutar.

Aceste warrants facilitează subscrierea la anumite emisiuni, întrucât pot fi detașabile, făcând obiectul unei oferte sau cereri separate. Există, în acest caz, o piață secundară pentru warrants. În funcție de condițiile prevăzute în contract "dreptul" poate fi exercitat la o dată fixă sau în orice moment, până la scadența obligațiunii.

Capacitatea de inovare, de a crea noi titluri financiare, în scopul adaptării la schimbările permanente din economie, **reprezintă trăsătura esențială a pieței euroobligatare**. Pentru a preîntâmpina consecințele nefaste ale fluctuației ratei dobânzii pe piețele financiare, băncile și emitenții de împrumuturi au pus la punct o serie de tehnici originale. Astfel, formulele intermediare - între ratele fixe și ratele variabile - au fost elaborate pentru a convinge asupra emisiunilor cu rate variabile, adecvate perioadelor de instabilitate, păstrându-se, în același timp, posibilitatea de transformare ulterioară a dobânzilor variabile în dobânzi fixe. Alte formule oferă rate similare celor de pe piața monetară internațională, aceasta pentru a-i determina pe investiori să cumpere și să dețină titluri obligatare în perioada în care dobânda pe termen scurt este superioară celei pe termen lung.

E. **Piața euroobligatară primară**

Pe piețele euroobligatare internaționale, investitorii sunt de două mari categorii: **individuali** și **instituționali**. În cursul deceniului trecut, investitorii instituționali au devenit mai activi pe piața primară, în paralel cu dezvoltarea tranzacțiilor pe piața secundară. (în prezent, peste 80% din titluri). Marile proprietăți individuale, dar și investitorii mai mărunți au fost atrași, la rândul lor, de piața euroobligatară, atât din motive fiscale, dar și datorită anonimatului de pe piețele financiare internaționale și dorinței de a-și proteja fondurile contra riscului de schimb. Portofoliul acestor investitori rareori depășește 500 000 de dolari, media fiind de 100 000 - 200 000 de dolari. Gestiunea acestor portofolii se caracterizează prin pasivitate: confidențialitatea și siguranța sunt mai prețuite în acest caz, comparativ cu rentabilitatea, ceea ce explică rotația lor redusă.

Societățile private pot cumpăra titluri pentru a plasa fonduri momentan disponibile și, totodată, pentru protecția resurselor contra riscului valutar (de fapt, aceste societăți dispun de titluri mai adecvate necesităților într-un alt compartiment al pieței financiare - titluri pe termen scurt pe piața euromonetară).

Investitorii instituționali, așa cum am văzut, au devenit cei mai importanți cumpărători de euroobligațiuni, întrucât piața secundară pe care o întrețin le-a permis să realizeze o gestiune dinamică a acestor portofolii. Aceștia sunt: **marile bănci internaționale, băncile comerciale și băncile de investiții, băncile centrale, fondurile de investiții colective, de origine elvețiană, ulterior fondurile mutuale americane, SICAV și FCP în Franța, units trusts** în Marea Britanie și alți investitori de acest gen. **Fondurile și casele de pensii** reprezintă operatorii cei mai importanți pe piața primară. În sfârșit, **societățile de asigurări** care gestionează sume

uriașe, își plasează o bună parte din rezerve pe piața euroobligatară.

În prezent, atât piața primară, cât și cea secundară sunt dominate de circa 2 000 de investitori instituționali, al căror profesionalism a făcut din piața euroobligatară un model de eficiență și rigoare, asemănătoare pieței datoriei publice americane.

F. **Piața euroobligatară secundară**

Piața secundară permite investitorilor să-și vândă titlurile în cele mai bune condiții. Piața euroobligatară secundară este o piață **over the counter** (de gré à gré) delocalizată. Aceasta întrucât nu există piață oficială pentru cotarea acestor titluri. Totuși, din motive publicitare,o serie de titluri sunt cotate la Frankfurt, New York sau Luxemburg, ultimul centru fiind adeseori preferat, datorită cheltuielilor moderate. Cursurile afișate la aceste burse reflectă mai mult sau mai puțin fidel prețurile tranzacțiilor pe piața necotată. Tranzacțiile se realizează prin telefon sau telex, între marile bănci internaționale și curtierii specializați. Calitatea pieței secundare este dată de profesionalismul operatorilor și lichiditățile ce se pot obține prin prezența organismelor de compensație.

Operatorii pe piața euroobligatară secundară se numesc **market makers** sau **dealers**. Prima categorie reprezintă operatorii care fac piața, asigurând contrapartizi. Se angajează atât în tranzacții de vânzare, cât și de cumpărare în mod continuu, la cursurile pe care le anunță, pentru sume minime de ordinul a 500 000 de dolari. Acest minim, fixat de către **Association of International Bond Dealers** (AIBD) - creată în 1969, variază în funcție de natura activelor negociate și de deviza în care sunt emise titlurile. Remunerarea lor constă din marja dintre cursul de cumpărare și cel de vânzare. În terminologia AIBD, se numesc, de fapt, **reporting dealers**. Acești market makers, aproximativ 100 la

număr, sunt în general marile bănci internaționale (două treimi sunt la Londra), lista lor fiind adusă la zi cu regularitate de către AIBD.

Dealerii, circa 800 la număr, îndeplinesc funcția de intermediari între market makers și investitori, fiind remunerați prin comisioane și cheltuieli de curtaj. Unii dintre aceștia pot desfășura activități de contrapartidă, fără să fi subscris angajamentelor solicitate de AIBD pentru a beneficia de calitatea de **reporting dealers** (nu se angajează, între altele, să realizeze funcția de contrapartidă în mod continuu și pentru sume minime predeterminate).

De remarcat că AIBD, creată în scopul reglementării pieței secundare[5], refuză să impună restricții sau măsuri administrative ce ar putea anihila forțele pieței.

Foarte multă vreme, lichiditatea a constituit problema principală a pieței secundare, investitorii instituționali confruntându-se cu această problemă, ori de câte ori doreau să negocieze pachete mari de titluri. Piața secundară s-a dezvoltat progresiv, pe două planuri: cel al lichidității tranzacțiilor și cel al stratificării pieței, prin apariția de noi categorii de operatori: investitori, curtieri, operatori de contrapartizi.

Piața euroobligatară este considerată, în prezent, ca un barometru permanent al activității financiare internaționale. După douăzeci de ani de existență, cei care o criticau la început, recunosc în prezent deplina sa funcționalitate.

Londra este principalul centru financiar pentru trazacțiile cu euroobligațiuni. Atracția exercitată de Londra s-a confirmat în 1971 băncii White Weld, de la Zürich în City. La fel s-a

5 AIBD cuprinde în prezent, peste 1 000 de membri, grupând aproape în totalitate negociatorii de titluri internaționale

întâmplat în 1986 cu specialiștii BNP. După Londra, în ordinea importanței, principalele centre sunt Bruxelles, Luxemburg și Geneva. Printre cele mai importante bănci și instituții financiare participante putem cita: Banque Nationale de France, Citicorp, Crédit Commercial de France, Hambros, J.P. Morgan, Kredietbank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nikko, Nomura, Orion Bank, Paribas, Salomon Brothers, Security Pacific, S.G. Warburg, Shearson Lehman, Société de Banque Suisse, Société Générale - Strauss Turnbull, Union de Banques Suisses, White Weld, Wood Gundy.

G. **Organismele de compensare**

Pentru operatorii de naționalități diferite, dispersați din punct de vedere geografic, a fost necesar un mecanism care să asigure securitatea tranzacțiilor și să rezolve problemele de transfer, vamă sau asigurare, rezultate din mișcările de titluri de la o țară la alta. Organismele de compensare, care au luat naștere, asigură funcționarea regulată și armonioasă a pieței euroobligatare, favorizând dezvoltarea unei piețe secundare.

Morgan Guaranty Trust a fost prima instituție care a înființat în 1968 un departament de clearing internațional, în interiorul sucursalei sale din Bruxelles, punând, astfel, bazele a ceea ce avea să devină, în 1972, Euro-Clearance System Ltd.

De teama monopolului băncii Morgan, o serie de instituții financiare europene susținute de Kredietbank, din Luxemburg, au creau un al doilea mecanism de compensare denumit Cedel S.A. (Centrala pentru livrarea valorilor mobiliare).

Până în 1987, Euro-Clear a funcționat ca o societate de drept englez, cu un capital de 2,5 milioane dolari și 121 bănci acționare. Sediul era la Londra, sediul administrativ la Zürich,

iar sediul central la Bruxelles. În 1987, Euro-Clear a devenit o societate de drept belgian, fără ca această transformare juridică să modifice funcțiile sale economice și financiare. Cedel este o societate anonimă de drept luxemburghez, cu capital de 3 milioane dolari, creată de 69 instituții financiare, în 1970. În prezent, grupează 109 acționari, localizați în 20 de țări. Din motive de independență, un acționar nu poate deține mai mult de 5% din capital.

Euro-Clear și Cedel oferă același gen de servicii: gestiunea și conservarea titlurilor, compensația, împrumutul de titluri. Ambele acceptă toate titlurile negociate în prezent pe pieţele internaționale: euroobligațiuni cu dobândă fixă și flotantă și, de asemenea, obligațiuni străine (yankee bonds, samurai bonds, obligațiuni în franci elvețieni etc.), bonuri cu dobânzi flotante, certificate de depozit și titluri reprezentative pentru plasamentele private. De fapt, toate activele internaționale, inclusiv cele de pe pieţele naționale și acțiunile, sunt înregistrate la unul sau la celălalt organism de compensație. Titlurile în dolari americani sunt înregistrate în cea mai mare parte la Euro-Clear și, din acest motiv, emisiunile înregistrate aici sunt mai numeroase (27 000 în 1988, față de 22 000 la Cedel). În 1988, depozitele de titluri la Euro-Clear reprezentau 610 miliarde dolari și 279 miliarde la Cedel, față de 41,7 miliarde și respectiv, 27 miliarde, în 1980.

În 1988, Euro-Clear număra 2.456 aderenți, iar Cedel 2.251, aceștia fiind în primul rând bănci, dealers și investitori instituționali. Rezultă, deci, că Euro-Clear este, în prezent, mai puternică decât Cedel. În 1972, cele două organisme au semnat un acord de cooperare, completat ulterior (în 1980) printr-o legătură electronică ce simplifică și ușurează munca aderenților. În prezent, depășind rivalitatea caracteristică primei etape, cele două instituții lucrează în deplină armonie. Cu toate acestea, concurența se menține, mai ales în ceea ce

privește reducerile de tarife, de care profită, desigur, operatorii.

3.3.2.2. Piața emisiunilor străine

Piața emisiunilor străine nu trebuie confundată cu piața euroobligatară, cu care se aseamănă, întrucât o emisiune străină este efectuată de un împrumutător nerezident, pe o anumită piață națională. Emisiunea se efectuează în moneda țării respective, cu respectarea legislației și procedurilor locale. Obligațiunile străine apar, de fapt, ca o prelungire a euroobligațiunilor, o strictă diferențiere, între cele două categorii, fiind dificil de realizat. Aceasta întrucât nerezidenții subscriu[6], de regulă, la emisiuni străine, iar proporția titlurilor plasate în afara țării de emisiune poate depăși 20%. Aceste titluri sunt, deci, foarte asemănătoare cu euroobligațiunile. Pentru a le deosebi de emisiunile naționale sau de cele euroobligatare, emisiunile străine efectuate pe piața americană au fost numite **yankee bonds**; cele efectuate pe piața japoneză - **samurai bonds**, **matador bonds**, în Spania.

Piața emisiunilor străine a reapărut la New York, ca urmare a suprimării taxei de egalizare a ratei dobânzii, la 1 ianuarie 1974. O serie de împrumuturi au fost plasate la Zürich și Frankfurt. În ultimii ani, Tokyo s-a deschis mult în favoarea împrumuturilor străine. Dezvoltarea emisiunilor străine este favorizată de receptivitatea investitorilor naționali față de titlurile de foarte bună calitate și-n același timp, față de avantajele oferite de anumite pieţe naționale. Valoarea împrumuturilor este foarte mare, iar scadențele mai lungi decât cele de pe

6 De exemplu, o emisiune realizată de o întreprindere franceză pe piața Zürich, sau un împrumut efectuat de o firmă germană pe piața New York.

piața euroobligatară obișnuită. În anii 1980-1982, peste 85% din emisiunile străine au fost efectuate pe piețele din Zürich, New York, Tokyo, emisiunile în franci francezi reprezentând peste 46% din total. Aceasta se explică prin faptul că autoritățile monetare elvețiene au interzis băncilor elvețiene să utilizeze francul ca monedă de suport pentru eventuale euroemisiuni. În aceste condiții, nu exista, deci, decât posibilitatea de a se lansa împrumuturi străine pe piața elvețiană, cu respectarea procedurilor locale. Caracterul național al emisiunilor nu este, de fapt, decât o aparență. Piața elvețiană nu face altceva decât să împrumute structura proprie unor emisiuni care sunt, în realitate, plasate investitorilor străini. Aceasta întrucât marea majoritate a subscrierilor nu provine din partea elvețienilor, ci reprezintă capitaluri gestionate de băncile elvețiene [7].

3.4.2.3. Piața emisiunilor internaționale de acțiuni

Emisiunile internaționale de acțiuni reprezintă plasamente de acțiuni efectuate de o întreprindere în străinătate, prin intermediul unui sindicat bancar internațional sau al caselor de curtaj. Rolul acestui sindicat este acela de a asigura plasamentul și difuzarea internațională a acțiunilor emise. Emisiunea se face după modalitățile utilizate pe piața americană sau pe piața obligatară.

Această piață a apărut în prima parte a deceniului 1980-1990, cu toate că au existat și emisiuni accidentale în deceniul anterior. Primul plasament internațional de acțiuni s-a produs, de fapt, în 1976, când 5 milioane de acțiuni, aparținând firmei

7 H. de la Bruslerie - "Les marchés financiers internationaux", Encyclopédie de gestion, Paris, Economica, 1989

ALCAN ALUMINIUM, au fost plasate simultan pe piețele financiare din S.U.A., Canada și Europa Occidentală.

Susținută de piețele bursiere americane și japoneze, piața acțiunilor internaționale a înregistrat creșteri remarcabile, după cum urmează: 6 emisiuni internaționale, în 1983; 10 în 1984; 24, în 1985 și 120, în 1986. Majoritatea titlurilor plasate sunt acțiuni obișnuite; au existat însă și emisiuni de titluri cu drept de vot limitat sau fără drept de vot. Plasamentele de acțiuni se efectuează, de obicei, în țări ca Marea Britanie, Japonia, Elveția sau Germania. În primele două cazuri, cererea provine, în principal, din partea companiilor de asigurări și fondurilor de pensii. În Elveția și Germania, persoanele fizice, susțin această cerere, chiar dacă se exercită prin intermediul băncilor sau instituțiilor financiare specializate în gestionarea portofoliilor.

3.4.2.4. Piața eurocreditelor

Plasamentele efectuate de eurobănci, în baza depozitelor primite, pot fi pe termen scurt, mediu sau lung. Sumele împrumutate sunt, de obicei, foarte mari, iar beneficiarii sunt firme sau întreprinderi importante, adeseori guverne. Întrucât creditele sunt negarantate, în cazul plasamentelor pe termen lung, băncile se constituie în sindicate pentru a putea, astfel, să repartizeze și să suporte mai bine eventualele riscuri.

În prezent, țările membre ale OCDE reprezintă cei mai importanți beneficiari de eurocredite. Aceasta, întrucât țările în curs de dezvoltare, după 1980, împrumută sume tot mai mici, iar țările din Europa Centrală și de Est n-au făcut, în general, apel la împrumuturi semnificative pe piața eurocreditelor.

Repartizarea eurocreditelor pe grupe de țări beneficiare

- în miliarde dolari -

Anul	Țări membre OCDE	Țări în dezvoltare	Țări din Europa Centrală și de Est	Alte țări	Total
1979	30,1	44,8	3,7	0,5	79,1
1980	41,2	35,0	2,7	1,0	79,9
1981	97,5	47,1	1,5	0,3	146,4
1982	50,8	37,9	0,5	1,6	90,8
1983	28,2	30,2	0,9	0,9	60,2
1984	28,3	21,4	2,7	0,8	53,2
1985	32,1	17,1	4,3	0,7	54,2
1986	40,8	10,2	2,5	0,7	54,2
1987	60,0	18,0	2,1	0,2	80,3
1988	99,8	14,4	1,0	1,0	116,2
1989	96,9	15,4	2,0	0,1	114,5
1990	100,0	19,1	3,0	0,3	122,5
1991	87,1	26,5	0,1	0,8	114,5
1992	98,7	16,2	0,2	1,0	116,2

Sursa: OCDE, Statistici financiare lunare

Pe piețele financiare internaționale, în 1992 eurocreditele reprezentau 93,3%, împrumuturile bancare obișnuite 1,4%,alte facilități bancare internaționale 5,4% [8].

8 Sursa: OCDE, Statistici financiare lunare

Eurocreditele pe termen scurt asigură aprovizionarea cu fonduri de rulment și finanțarea tranzacțiilor internaționale. Uneori sunt folosite pentru satisfacerea unor necesități imediate, în așteptarea scăderii dobânzilor la creditele pe termen lung. Eurocreditele pe termen mediu servesc finanțării proiectelor de investiții și creșterii capacităților de producție. Într-o mare măsură, aceste credite au fost și sunt utilizate pentru finanțarea deficitelor balanțelor de plăți sau pentru refinanțarea unor datorii mai vechi. Scadența eurocreditelor poate varia între 24 de ore și 12 ani. În prezent, împrumuturile ce depășesc 10 ani sunt dificil de obținut.

În ceea ce privește valoarea unitară a eurocreditelor, se poate aprecia ca limită minimă - 1 milion de dolari. Limita maximă a atins proporții impresionante, după cum rezultă din exemplele care urmează:

- 1,5 miliarde dolari - linie de credit obținută de guvernul francez, în 1974;

- 2,5 miliarde dolari - împrumutul Trezoreriei britanice, în 1974;

- 3 miliarde dolari - împrumutul societății canadiene Seagram, în 1980;

- 6 miliarde dolari - linie de credit obținută de o societate petrolieră americană, în vederea dobândirii controlului asupra CONOCO, în 1981;

- 14 miliarde dolari - Standard Oil of California, în 1984, pentru finanțarea cumpărării societății Gulf Oil, prin ofertă publică.

Pe piața Londrei, de regulă, câteva săptămâni sunt suficiente pentru mobilizarea unor sume, precum cele de mai sus. Băncile japoneze și americane dețin un rol important, direct sau indirect, prin intermediul filialelor lor britanice.

În funcție de dobândă, eurocreditele sunt de două categorii:

- eurocredite cu dobândă fixă;

- eurocredite cu dobândă variabilă.

Creditele cu dobândă fixă

Instabilitatea înregistrată îndeosebi începând cu anul 1979 a condus la o reducere sensibilă a scadențelor creditelor cu dobândă fixă, devenite, deci, credite pe termen scurt, utilizate pentru finanțarea tranzacțiilor comerciale internaționale, sub forma liniilor de credit, avansurilor sau plafoanelor descoperite.

Linia de credit este deschisă pentru o perioadă de timp determinată, ce nu poate depăși, în general, 12 luni. Volumul creditului nu poate depăși volumul stabilit inițial. Dobânda se fixează în funcție de condițiile pieței în momentul tragerii. Beneficiarul nu este obligat să utilizeze (să tragă) toate fondurile prevăzute în contract.

Avansurile în devize pentru finanțarea tranzacțiilor comerciale se materializează în contracte ce precizează durata și suma împrumutată, modalitățile de amortizare și de rambursare, dobânda.

Plafonul descoperit (le découvert sau stand-by credit) permite beneficiarului să utilizeze cum dorește creditul acordat, tranșele și rambursările fiind la inițiativa sa.

Creditele cu dobânzi flotante (roll-over credits)

Creditul roll-over este un avans pe termen scurt, renuvelabil și cu dobândă variabilă. Caracteristicile sale principale sunt următoarele:

- scadența minimă este, rareori, sub 2 ani; durata actuală este cuprinsă între 7 și 10 ani;

- împrumuturile se realizează prin efecte scadente la 3, 6 sau 12 luni, renuvelabile de perioada creditului;

- rata dobânzii se fixează în funcție de piață, la fiecare scadență.

Dobânzile sunt calculate după LIBOR (London Interbank Offered Rate) sau la Paris după PIBOR, la care se adaugă o marjă (spread). Marja se determină în funcție de două elemente:

- unul variabil - comisioane percepute în funcție de diferitele etape ale împrumutului (negocieri, trageri etc.);

- altul fix - pe toată durata împrumutului; acesta ține de riscul creditorului.

De remarcat că nivelul marjei depine de nivelul dobânzilor duble: - **offered**, dobânda oferită, respectiv rata solicitată de bănci pentru a acorda credite; - **bid** - rata băncii pentru depozite.

În cazul țărilor în curs de dezvoltare, aceste marje, destul de scăzute până în anii 1981-1982 (nivel mediu - 0,7%), au urcat ulterior la 2,5%, pentru țările cu un grad mai mare de risc (America Latină, îndeosebi). După 1985, au început din nou să scadă sub 1%, cel mai scăzut nivel atins fiind de 0,25%.

3.2.2.5. Piața euroefectelor - facilități de emisiune, eurobilete de trezorerie și bonuri pe termen mediu

Piața euroefectelor este cea mai recentă. În primii ani ai deceniului trecut, problemele de insolvabilitate au determinat băncile să fie mai reticente în acordarea de noi credite. Pentru a se evita încărcarea cu active ce nu puteau fi renegociate, eurobăncile au început să acorde împrumuturi sub forma unor acitve ce puteau fi ulterior revândute pe piața secundară.

Această evoluție s-a produs în contextul general de titrizare a întregului sistem financiar. Euroefectele sunt emise atât de către instituțiile financiare, cât și de întreprinderi sau guverne, cu ocazia operațiunilor de împrumut, reprezentând instrumente financiare cu caracter hibrid, întrucât presupun caracteristici ce aparțin atât eurocreditelor clasice, cât și euroobligațiunilor.

Piața a evoluat mult în decursul deceniului trecut. O primă etapă o constituie **eurobonurile** (euro-notes), care sunt bilete la ordin pe termen scurt, de la 1 la 6 luni, emise în cadrul unui program. Titlurile sunt negociabile pe piața secundară și renuvelabile într-o perioadă de câțiva ani.

Montarea unei emisiuni este, de regulă, efectuată de o bancă care instituie un sindicat de garanție și se ocupă de plasarea titlurilor. Dacă cererea investitorilor este insuficientă sau dacă plasamentul întâmpină dificultăți, sindicatul asigură subscrierea biletelor ce nu au putut fi plasate pe piață. Garanția sindicatului se materializează, de fapt, într-o linie de credit (back-up line). Plasamentul se efectuează fie prin recurgerea la un grup de bănci, care subscriu cu ocazia fiecărei emisiuni și plasează apoi titlurile la diferiți investitori, sau prin recurgerea la un singur dealer, care deține monopolul plasamentului față de investitori. Lichiditatea ulterioară pe piața secundară este satisfăcătoare.

Lichiditatea și flexibilitatea reprezintă caracteristicile care au determinat denumirea generică de **facilități de emisiune**. În afară de scadență, care este foarte scurtă, euroefectele se aseamănă cu euroobligațiunile. Posibilitatea de reînnoire pe termen lung și garanția din partea sindicatului bancar sunt caracteristici asemănătoare eurocreditelor. Întrucât, în practică, nu s-a făcut, în general, uz de garanții, s-a procedat, ulterior, la emisiuni negarantate. Aceste emisiuni sunt absolut identice cu cele descrise mai sus. Avantajul lor constă în reducerea costului de emisiune, prin suprimarea comisionului de garanție vărsat sindicatului bancar. Noile facilități s-au materializat în emisiuni de **bilete de trezorerie (eurocommercial papers)** și **bonuri pe termen mediu (medium-term notes)**.

Eurobiletele de trezorerie reprezintă titluri pe termen scurt emise de întreprinderi industriale sau comerciale, la care subscriu investitorii ce dispun de resurse pe termen scurt.

Piața americană a biletelor de trezorerie (commercial papers) nu este nouă; prin referință la această piață, în 1984 au fost realizate primele euroemisiuni de acest gen. Titlurile sunt la purtător, transferabile în orice moment. Scadența poate fi de câteva zile, 6 luni de regulă, mergând până la maximum 1 an.

Sistemul, inițiat de marile bănci de investiții anglo-saxone, a cunoscut un succes imediat, în primul rând datorită supleței condițiilor de emisiune.

Bonurile pe termen mediu (medium term notes) au apărut pe piața financiară internațională, pentru prima oară, în 1986. Au aceleași caracteristici ca și biletele de trezorerie, cu excepția scadenței, care este de 18 luni, putând merge până la 5 ani. Modalitățile de emisiune sunt asemănătoare.

În 1991-1992 s-a observat o creștere importantă a programelor de emisiune pentru efecte pe termen mediu, acestea fiind, de fapt, obiectul principal al activității pe piața internațională a facilităților. În schimb, programele de emisiuni pentru eurobilete de trezorerie au scăzut, explicația constând în concurența emisiunilor pe piețele naționale. Facilitățile de emisiune cu garanție bancară nu au reprezentat decât 6,7 miliarde dolari, importanța acestui compartiment devenind neglijabilă.

x x

x

Capitalurile împrumutate în fiecare an, după cum rezultă din statisticile OCDE, ating sume considerabile, atât sub forma emisiunilor obligatare (euroobligațiuni sau emisiuni străine), cât și sub forma creditelor bancare. În 1992, acestea au reprezentat 460 miliarde de dolari, față de numai 120 miliarde, în 1979 și 1980 [9].

În același timp, a avut loc o importantă evoluție și anume: creditele bancare reprezentau 2/3 din capitalurile împrumutate pe piețele financiare internaționale în cursul deceniului 1970-1980. În 1982, procentul deținut de acesta reprezenta 25%; în schimb, emisiunile obligatare au evoluat de la 1/3, la 3/4 din capitalurile împrumutate, după cum rezultă din tabelul următor:

Tabel 1. Capitaluri împrumutate pe piețele internaționale, în %

Anul	Emisiuni obligatare	Credite bancare	Total
1979	33,0	67,0	100,0
1980	33,0	67,0	100,0
1981	25,0	75,0	100,0
1982	42,2	57,8	100,0
1983	48,9	51,1	100,0
1984	48,7	51,3	100,0
1985	60,6	39,4	100,0

9 Statisticile financiare lunare ale OCDE

1986	71,0	29,0	100,0
1987	59,5	40,5	100,0
1988	61,8	38,2	100,0
1989	66,4	33,6	100,0
1990	63,6	36,4	100,0
1991	70,6	29,4	100,0
1992	72,8	27,2	100,0

Tabel 2. Capitaluri împrumutate pe piețele internaționale

- în miliarde dolari -

Anul	Emisiuni obligatare	Emisiuni internaționale de acțiuni	Credite bancare	Facilități de emisiune negarantate	Total
1988	229,7	5,1	142,2	76,6	435,5
1989	255,8	8,0	129,5	73,2	466,5
1990	229,9	7,3	131,5	66,2	434,9
1991	297,6	23,4	123,8	80,2	524,9
1992	333,7	23,5	124,6	127,6	609,7

Sursa: OCDE, Tendința piețelor de capital

Tabel 3. Capitaluri împrumutate pe piețele internaționale, în %

Anul	Emisiuni obligatare	Emisiuni internaționale de acțiuni	Credite bancare	Facilități de emisiune negarantate	Total
1988	50,7	1,1	31,4	16,9	100,0
1989	54,8	1,7	27,8	15,7	100,0

1990	52,9	1,7	30,2	15,2	100,0
1991	56,7	4,5	23,6	15,3	100,0
1992	54,7	3,9	20,4	21,0	100,0

Sursa: OCDE, Tendința piețelor de capital

Analiza pe grupe de țări relevă faptul că țările industrializate obțin aproximativ 90% din capitalurile împrumutate pe piețele financiare internaționale, partea Europei Centrale, de Est și a țărilor în dezvoltare, fiind nesemnificativă.

Partea deținută de țările în curs de dezvoltare a înregistrat o sensibilă evoluție negativă. Dacă în cursul deceniului opt, peste 50% din capitaluri erau împrumutate pe piețele internaționale, îndeosebi prin intermediul eurocreditelor, țările în dezvoltare nu mai dețin astăzi decât 7% (1992).

Repartizarea capitalurilor împrumutate pe piețe internaționale, în %

Anul	Țări membre OCDE	Țări în dezvoltare	Europa Centrală și de Est	Instituții financiare internaționale	Alte țări	Total
1979	51,3	40,6	3,2	4,6	0,4	100,0
1980	61,3	30,7	2,3	4,9	0,8	100,0
1981	70,0	25,8	0,8	3,1	0,3	100,0
1982	68,0	25,9	0,4	4,7	0,9	100,0
1983	70,7	22,4	0,7	4,9	1,3	100,0
1984	79,1	14,2	1,5	4,3	0,9	100,0
1985	82,4	9,9	1,9	4,7	1,1	100,0
1986	89,0	6,1	1,2	3,1	0,6	100,0
1987	86,4	8,4	1,2	3,9	0,2	100,0

1988	89,4	6,3	1,2	2,8	0,3	100,0
1989	90,2	5,1	1,2	3,3	0,2	100,0
1990	87,0	7,3	1,3	4,3	0,2	100,0
1991	86,1	9,4	0,4	3,5	0,6	100,0
1992	87,5	7,0	0,3	4,6	0,6	100,0

Sursa: Statistici financiare OCDE

Repartizarea capitalurilor împrumutate pe piețele internaționale, - în miliarde dolari -

Anul	Țări membre OCDE	Țări în dezvoltare	Europa Centrală și Orientală	Instituții financiare internaționale	Alte țări	Total
1979	60,5	47,9	3,8	5,4	0,5	118,0
1980	73,2	36,7	2,7	5,9	0,9	119,4
1981	136,7	50,4	1,5	6,1	0,5	195,4
1982	121,8	46,4	0,7	8,5	1,7	179,1
1983	111,6	35,4	1,1	7,7	2,0	157,8
1984	180,9	32,6	3,4	9,8	2,0	228,8
1985	230,0	27,6	5,3	13,2	3,0	279,1
1986	286,2	19,5	3,9	10,1	1,7	321,4
1987	265,6	25,7	3,7	11,9	0,5	307,4
1988	332,3	23,6	4,3	10,5	1,2	371,9
1989	347,5	19,6	4,7	12,9	0,6	385,3
1990	314,3	26,4	4,7	15,4	0,7	361,4
1991	362,9	39,6	1,7	14,7	2,5	421,4
1992	401,0	32,1	1,5	20,7	2,7	458,3

Sursa: OCDE - Statistici financiare lunare

Riscurile politice și economice au determinat băncile să procedeze cu prudență în acordarea creditelor; așa s-au născut compartimetele sau serviciile de evaluare a riscurilor, foarte dotate, atât din punct de vedere tehnic, cât și profesional.

Împrumuturile în eurodevize presupun și riscuri specifice și anume, riscul de curs și riscul de lichiditate. Riscul de curs este prezent pe toate piețele de capital; pe piața eurodevizelor devine tot mai pronunțat, întrucât eurobăncile realizează mereu operațiuni de transformare. Peste 3/4 din resursele acestor bănci sunt constituite din devize plasate pe termen scurt - până la 3 luni. În schimb, creditele, în proporție de aproximativ 50%, au scadențe de peste 3 luni, ceea ce a condus la apariția și dezvoltarea mecanismului creditelor roll-over.

Prin riscul de lichiditate, se înțelege imposibilitatea de a obține, la un moment dat, devizele pe care banca s-a angajat să le împrumute. Riscul unei crize de lichiditate este foarte important, întrucât piața internațională se caracterizează prin prezența marilor creditori, care se pot retrage de pe piață la un moment dat. Riscul se accentuează și prin absența de pe piață a creditorilor de ultim resort. Acest aspect a fost atenuat oarecum, prin hotărârea luată de guvernatorii băncilor centrale (Basel, 10 septembrie 1974) de a interveni în anumite condiții, împrumutând temporar devize eurobăncilor confruntate cu probleme de lichiditate.

3.4. Tendințe și mutații recente pe piețele de capital. Rolul băncilor

Sub acoperirea tendinței generale de "globalizare", mediul financiar internațional cunoaște, începând cu prima parte a deceniului nouă, o serie de mutații. Astfel, se constată, în

primul rând, trecerea de la un sistem economic în cadrul căruia intermediarii financiari (băncile) reprezentau circuitul principal de finanțare, la un sistem "de piață", finanțarea realizându-se tot mai mult prin contactul direct între deținătorii de fonduri și solicitanți. În al doilea rând, suprimarea, în foarte multe țări, a reglementărilor protecționiste și controlului asupra schimbului valutar, înlesnirile fiscale au determinat o concentrare a activităților financiare în zonele cele mai favorabile din punctul de vedere al facilităților de execuție sau avantajelor fiscale. În al treilea rând, extinderea pieței monetare la scară mondială (prin compartimentul său piața valutară), ca o consecință a internaționalizării economiilor, conferă băncilor un rol nou în cadrul acestui proces.

Pe piețele devenite mondiale, diferitele centre financiare și marile bănci se lansează într-un proces competitiv fără precedent. Centre cum sunt Londra, Frankfurt și Paris se modernizează rapid, pentru a face față ofensivei marelui centru asiatic Tokyo. Accentul se pune tot mai mult pe inovație și implantări în străinătate [10]. Funcția financiară dobândește un conținut nou: acesta constă în autofinanțarea și dezvoltarea logisticii financiare, care să permită atât inovarea, cât și investițiile în străinătate.

Progresele informaticii și telematicii sunt puse în slujba băncilor și întreprinderilor. Noile programe informatizate furnizează utilizatorilor, atât elemente de decizie pentru a face față evoluțiilor piețelor, cât și noi oportunități de arbitraj. Aceste evoluții au condus la apariția și extinderea instrumentelor financiare noi, a căror utilizare

10 Se poate cita, cu titlu de exemplu, expansiunea băncii Société Générale, care a deschis sucursale din țările baltice și până în Kazahstan

necesită un plus de competență și îndrumare. Noile tehnici reflectă tot mai mult necesitatea de a supune și stăpâni incertitudinile. Protejarea contra riscurilor ce decurg din variațiile de curs de schimb sau de dobândă a devenit obiectivul primordial al băncilor și marilor întreprinderi. În consecință, extinderea noilor instrumente a generat piețe financiare autonome din punct de vedere volum și comportament. În același timp, se poate vorbi de o profesionalizare a piețelor, proces care amplifică mișcările sau tendințele. Este vorba, de fapt, de creșterea importanței investitorilor profesioniști care dispun de aceleași informații și au comportamente asemănătoare. Efectul acțiunii lor poate provoca șocuri, uneori brutale, întrucât toate reacțiile merg adeseori în același sens.

Piețele financiare sau, altfel spus, piețele de capital par a fi mult mai complexe și supuse fluctuațiilor imprevizibile, așa încât tot mai multe voci contestă, atât euforia financiară de odinioară, cât și "deconectarea" de economia reală. Se constată, în acest sens, o mobilizare fără precedent din partea întreprinderilor, băncilor și autorităților publice, pentru a se face față situațiilor limită sau pentru prevenirea reacțiilor în lanț, care scapă de sub control. Nu se pune problema infirmării sau condamnării noilor piețe sau instrumente financiare, ci a modului în care sunt adeseori utilizate. În această optică, strategia financiară devine componenta principală a gestiunii întreprinderilor. Procesul de dereglementare și dezintermediere a condus la o oarecare deplasare a riscului financiar din cadrul băncilor, către întreprinderi. Se vorbește, în acest sens, din ce în ce mai mult, de o **logică financiară sau industrială privată.**

Rolul băncilor devine tot mai consultativ, prestator de servicii și de organizare. Mai ales în cazul marilor întreprinderi, se constată o modificare a obiectului și formelor intermedierii bancare. Banca zilelor noastre nu mai este o simplă bancă de depozit și credit, devenind o **bancă financiară**, la dispoziția întreprinderilor. Acestea solicită inovații financiare tot mai sofisticate și au nevoie de ajutorul băncilor, pentru a putea realiza montajul lor, sau pentru a găsi con-

trapartizi. Procesul a condus la reorganizarea băncilor: apar direcțiile de piață, sălile de schimb se deschid **piețelor derivate** ..., apar specializări noi în cadrul profesiunii bancare. Mutația își continuă cursul: de la operatorii comerciali către operatorii de piață, ingineria financiară și acele **back-office**, care sunt, de fapt, celulele cele mai performante, însărcinate cu analiza consecințelor dezvoltării produselor noi, în raport cu obiectivele băncii și reglementările în vigoare.

Liberalizarea a multiplicat numărul celor ce intervin pe piață, cât și dispersia lor geografică, ceea ce presupune o multiplicare a riscurilor, adeseori necunoscute. Fenomenul are și un revers:

- se constată o voință comună, atât din partea ansamblului profesiunii, cât și a autorităților publice, în vederea elaborării unor reguli care să limiteze eventualele debordări sau prăbușiri ale piețelor financiare. S-au organizat, în acest sens, comitete de deontologie, naționale și internaționale, în scopul elaborării unor principii clare care să ghideze comportamentul operatorilor pe piețele financiare.

Fluxurile financiare contemporane se mai caracterizează și prin alte trei evoluții importante și anume:

- **creșterea și diversificarea portofoliilor financiare**. Procesul de dezinflație și de menținere a unor dobânzi real pozitive ridicate, începând cu anul 1982, a modificat considerabil comportamentul față de investiții și economisire. Au luat naștere capacități de finanțare private, în căutarea unor randamente financiare ridicate. Situația economică din Statele Unite, începând cu anul 1982 - inflația scăzută, remunerarea ridicată a plasamentelor, relansarea economică au încurajat deplasarea capitalurilor mondiale disponibile către această zonă. În aceste condiții, S.U.A. au dobândit o poziție de forță, care le permite să manevreze mișcările de capitaluri provenite din alte țări creditoare în profitul propriu, cu atât mai mult cu cât acestea sunt exprimate în dolari;

- **substituirea crescândă a activelor financiare**. Aceasta se datorează procesului de "titrizare" (securitization), care a generat două tendințe: în primul rând, **dispariția separației între creditele bancare și emisiunile obligatare** și apoi, **reducerea considerabilă a ponderii creditelor bancare clasice în cadrul finanțării internaționale, în favoarea emisiunilor de titluri (procesul de dezintermediere)**. Avantajul cel mai evident al acestui fenomen îl constituie lichiditatea. O bancă doritoare să-și recupereze fondurile plasate, va întâmpina greutăți în cedarea unui credit internațional. Pentru creditele naționale există piață monetară și banca centrală, care joacă rolul de "creditor în ultimă instanță". La scară mondială, piață secundară este îngustă, limitată, decotările fiind adeseori importante, mai ales când este vorba de credite cu grad mai mare de risc. Pe piața titlurilor financiare (bursa de valori), dimpotrivă, cotațiile sunt zilnice. Cedarea unui plasament, în totalitate sau parțial, se realizează cu ușurință.

O serie de inovații financiare, cum sunt swap-urile și opțiunile sau combinația opțiuni asupra swap-urilor, denumită **swaptions**, au permis creșterea lichidității plasamentelor și crearea unor punți de legătură între diferitele compartimente ale pieței capitalurilor. În multe cazuri, proiectele de emisiune sau plasamentele nu par a fi rentabile decât din momentul în care sunt de la început combinate cu tranzacții de swaps. Acest lucru este valabil, de regulă, pentru emisiunile efectuate în monede care nu dețin un rol important în cadrul tranzacțiilor internaționale. Asemenea inovații, așa cum vom vedea în continuare, au determinat și o creștere a sensibilității deținătorilor de portofolii, față de diferențele de randament anticipate, între diferitele piețe;

- **creșterea mobilității internaționale a capitalurilor**. Reducerea obstacolelor în calea circulației capitalurilor a

generat, cum era de așteptat, creșterea vitezei lor de deplasare. Informatica și telecomunicațiile aplicate la tranzacțiile financiare au înlesnit intențiile de diversificare a portofoliilor. Așa s-a ajuns ca piețele să "debordeze de informații". S-a născut apoi o concurență dură între instituțiile financiare, adepte ale unei gestiuni active a portofoliilor. Piețele devin tot mai animate și generatoare de arbitraje aducătoare de profit. Aceste noi posibilități de arbitraj vizează obținerea profiturilor din decalajele existente între două produse sau două compartimente independente.

Toți acești factori se combină, în prezent, exercitând o serie de influențe asupra pieței valutare, cu trei consecințe mai importante:

- piață valutară s-a transformat într-o piață de active financiare, mai precis, de componente integrate pieței de capital, care generează prețuri fără un raport direct cu structurile tranzacțiilor curente;

- prin comparația continuă a condițiilor oferite în diferite țări, pe diferitele segmente ale pieței de capital, piață valutară reacționează la contradicțiile între politicile economice și monetare aplicate în țările dezvoltate, sancționând divergențele izvorâte din atitudini pur naționale, care nu țin cont de repercursiunile asupra altor țări;

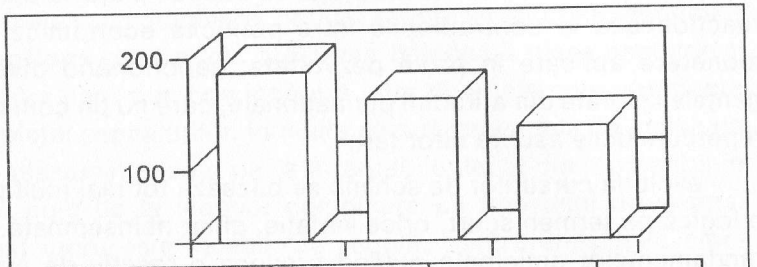
- evoluția cursurilor de schimb se bazează tot mai mult pe o logică pe termen scurt, orice variație, chiar neînsemnată, a randamentelor anticipate putând provoca o reacție de curs semnificativă și durabilă.

CAPITOLUL IV

PIAȚA VALUTARĂ

Piața valutară, aflată undeva pe planul doi până în anii '70, a devenit, cum era de așteptat, obiectul unor numeroase dezbateri, comentarii și analize teoretice. Aceasta întrucât schimbul valutar reprezintă un fenomen economic complex, multiform, dinamic, a cărui interpretare ridică adevărate probleme. În același timp, putem vorbi astăzi de o expansiune fără precedent a pieței de schimb valutar. Ancheta publicată în februarie 1990, de către BRI (Survey of Foreign Exchange Market Activity), relevă un volum impresionant al acestei activități - aproximativ 650 miliarde dolari zilnic, reprezentând o creștere de 2 ori în 3 ani.

TRANZACȚIILE PE PIAȚA VALUTARĂ
ÎN APRILIE 1989



	Regatul Unit	Statele Unite	Japonia
Valoarea în miliarde dolari (1)	187	129	115
Creșterea (2)	+ 27 %	+ 30 %	+ 34 %

(1) Valoarea zilnică
(2) Creșterea anuală medie, perioada 1986-1989

În ceea ce privește repartizarea pe centre financiare, aceeași anchetă relevă că Londra ocupă primul loc (187 miliarde dolari/zi), urmată de New York (129 miliarde) și Tokyo (115 miliarde), capitala japoneză înregistrând în ultimii ani o expansiune rapidă și semnificativă. În Europa continentală, pe primul loc se află Zürich (56 miliarde), apoi Paris (26 miliarde).

Din anchetă rezultă încă trei concluzii intresante:

- volumul anual al tranzacțiilor reprezintă în medie de 3 ori volumul comerțului internațional, ceea ce se explică prin faptul că o singură operațiune comercială necesită, adeseori, mai multe operațiuni de schimb derivate. Totodată, se confirmă faptul că mișcările de capitaluri, arbitrajele și tehnicile moderne de gestiune a riscului de schimb reprezintă marea parte a acestei activități;

- operațiunile la vedere dețin 56% din total;

- în sfârșit, dacă este mai greu să facem o distincție netă între operațiunile interbancare și tranzacțiile cu clienții, cele interbancare sunt astăzi dominante, îndeosebi în marile centre - Londra, New York, Tokyo ș.a.

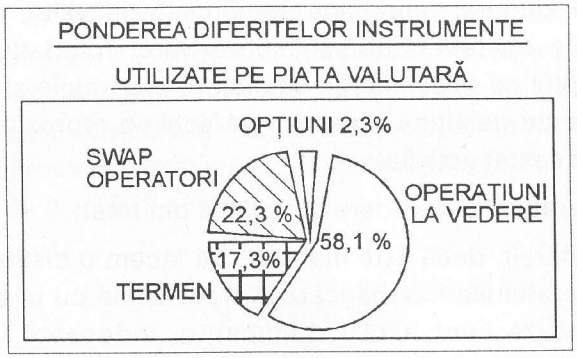
Alături de piața valutară tradițională (vânzări/cumpărări sau operațiuni de credit/împrumut cu devize), care deține în continuare un rol principal, există compartimente satelit (piața la termen sau cea a opțiunilor de schimb în devize), cu o importanță crescândă, deși acestea nu reprezentau decât 3% în 1989.

Pentru o mai bună înțelegere, la început va fi prezentată descrierea **pieței valutare interbancare** cu cele două componente ale sale: **piața la vedere** și **piața la termen**. Întrucât după 1970 piața valutară se dezvoltă și în afara sistemului bancar, lărgindu-se, astfel, activitățile operatorilor și posibilitățile de intervenție, în continuare vor fi prezentate

pieţele derivate, sau **noile compartimente**. În cadrul acestora, distingem:

a) - **piaţa contractelor standardizate**, cu componentele sale - piaţa contractelor la termen şi piaţa contractelor de opţiuni. Această piaţă este localizată în cadrul burselor dotate cu camere de compensaţie;

b) - **piaţa contractelor nestandardizate**, care este, de fapt, un compartiment al pieţei interbancare, unde se efectuează tranzacţii la învoială (de gré à gré).



Sursa BRI

După descrierea organizării şi funcţionării pieţei valutare, urmează o serie de elemente ce ţin de teoria cursului de schimb şi anume, determinanţii economici şi financiari ai acestuia.

O simplă observaţie asupra evoluţiei cursului valutelor, respectiv a dolarului în raport cu monedele europene, ne poate face să credem că "iraţionalul" reprezintă singurul element determinant al cursului de schimb. Realitatea este însă, mult mai complexă şi nuanţată. Astfel, analiza economică a echilibrului pe pieţele de schimb relevă implicaţiile mişcărilor

de mărfuri şi capitaluri, respectiv balanţei comerciale şi de plăţi asupra cursului de schimb, apoi cele ale inflaţiei sau ratei dobânzii.

Controlul asupra cursului de schimb sau tehnicile de gestiune a riscului reprezintă alte probleme complexe aferente teoriei cursului de schimb.

4.1. Organizarea pieţei valutare

Operaţiunile de schimb se desfăşoară practic fără întrerupere, 24 de ore din 24 (cotarea continuă). Utilizarea marilor reţele de transmitere a informaţiei - SWIFT, REUTER, TELERATE, GLOBEX - conferă acestei pieţe unitatea necesară şi permit, în acelaţi timp, funcţionarea continuă. Băncile de pe coasta de vest a Statelor Unite îşi prelungesc programul până la orele 23 (ora Parisului). La miezul nopţii, Wellington şi Sydney preiau reţeaua, urmând apoi Tokyo, Hong-Kong şi Singapore, pentru sud-estul asiatic. Aceste centre permit lichidarea "cozilor de poziţie" din ziua precedentă. Urmează centrele din Orientul Mijlociu, pentru ca la ora 8 şi 30 minute, piaţa să devină europeană. Avem de-a face, deci, cu o piaţă organizată la scară mondială, capabilă să trateze în orice loc, ordine primite din lumea întreagă.

În unele centre, piaţa este organizată sub forma burselor de schimb specializate (Frankfurt, Paris, Milano). Piaţa valuară depăşeşte, adeseori, cadrul acestor burse de schimb, majoritatea operaţiunilor fiind efectuate în afara lor. Acolo unde există asemenea burse, operaţiunile continuă după închiderea bursei de schimb, care funcţionează circa 1 oră.

Procedeul de fixaj (fixing) permite unui număr restrâns de operatori specializaţi să determine, la o oră fixă a zilei, sub controlul băncii centrale, pentru fiecare deviză în parte, un **curs mediu**, pe baza compensaţiilor intervenite înainte de

ședința de cotare. Pornindu-se de la aceste cursuri, care sunt, de fapt, cursuri oficiale de echilibru interbancar, se stabilesc apoi cursurile de vânzare și cumpărare pentru fiecare deviză, față de moneda națională. Fixingul are un important impact psihologic, fiind larg mediatizat. Grație acestui procedeu, băncile centrale pot interveni în mod discret pentru a susține moneda națională.

4.2. Participanții pe piața valutară

Băncile comerciale și institutele financiare asimilate

Băncile reprezintă principalii și, adeseori, singurii participanți, atât pe pieţele valutare, cât și pe cele ale eurodevizelor. Piața interbancară este, deci, piața băncilor și institutelor financiare autorizate prin legea bancară din diferitele țări. Pentru a putea opera pe piața valutară, băncile trebuie să obțină aprobările necesare și să instaleze infrastructura adecvată - sălile de piață. Întrucât operațiunile se realizează cu sume mari, activitatea băncilor respective trebuie să presupună o anumită anvergură și, totodată, o rețea densă de corespondențe, necesară efectuării operațiunilor de schimb. Procesul de dematerializare a monedei a condus la creșterea importanței viramentelor bancare în cadrul plăților sau reglementărilor internaționale. Mesajele clasice prin telex, cu toate perfecționările tehnice aduse, din cauza aglomerărilor rețelelor, parvin, adeseori, trunchiate. Din acest motiv, în 1973, băncile au creat o societate cooperativă de drept belgian - SWIFT (Society for Worldwide International Interbank Telecommunication). Scopul acestei societăți este implementarea unei rețele mondiale de telecomunicații pentru mesaje bancare. Limitată la început doar la transferurile de fonduri, ulterior rețeaua

SWIFT s-a extins la toată gama de activități bancare (operațiuni cu valori mobiliare, credite etc.). SWIFT este, deci, o rețea de telecomunicații rezervată exclusiv băncilor, caracterizată prin fiabilitate, siguranță și confidențialitate.

Filialele financiare și bancare ale marilor firme și grupări industriale dețin un rol din ce în ce mai important pe piața de capital. Băncile de grup, al căror capital majoritar este deținut de un grup industrial sau comercial, reprezintă o tradiție în unele țări europene, cum sunt Franța, Germania, Belgia, țări care acceptă noțiunea de "**bancă universală**".

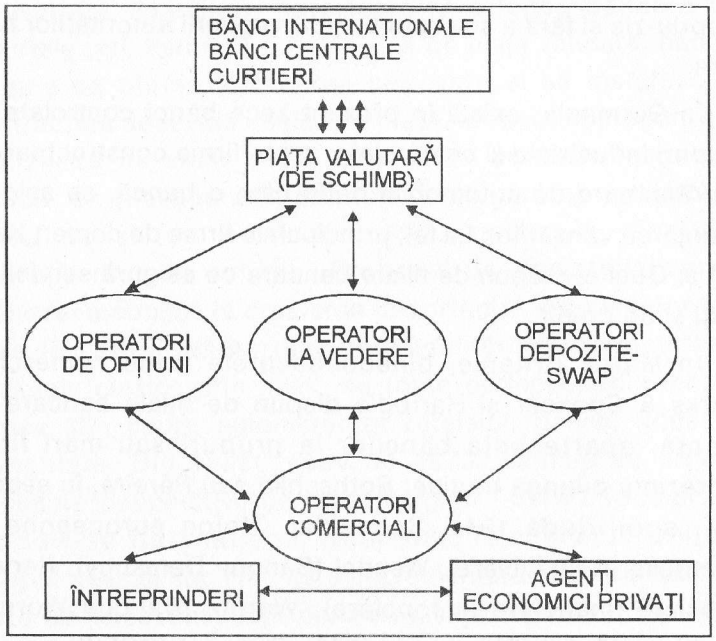
Statele Unite interzic, însă, întreprinderilor industriale sau comerciale să dețină participări semnificative în cadrul băncilor. S-a născut, astfel, fenomenul numit "**non bank-banks**", reprezentând instituții ce efectuează operațiuni bancare, îndeosebi de credit, fără să dețină un statut bancar propriu-zis și fără a se supune supravegherii autorităților bancare.

În Germania, există în prezent zece bănci controlate de grupuri industriale și comerciale; șapte firme constructoare și distribuitoare de automobile dețin câte o bancă, ce asigură finanțarea vânzărilor. La fel, principalele firme de comerț Kaufhof și Quelle, dispun de filiale bancare ce asigură servicii de plăți și de credit.

În Marea Britanie, binecunoscutele firme comerciale Marks & Spencer și Harrod's dispun de filiale bancare. În Franța, apartenența băncilor la grupuri sau mari firme reprezintă o lungă tradiție: Rothschild sau Péreire, în secolul XIX, apoi, după 1945, Schneider (Union européenne industrielle et financière), Wendel (Banque Demachy), Renault (Société financière et foncière), Worms (Banque Worms), Pechiney (Crédit Chimique - 1958), Peugeot (SOFIB) ș.a.

În țările în care marile firme comerciale sau industriale nu pot să dețină controlul asupra băncilor, acestea dispun, adeseori, de filiale cu vocație financiară, dar care desfășoară, de fapt, activități foarte diferite. Astfel, în SUA, filialele financiare ale firmelor General Motors, IBM sau General Electric, prestează o gamă largă de operațiuni financiare, cum sunt leasing-ul și valorile mobiliare, procurându-și fondurile de pe piață, sub formă de "commercial papers" (efecte negociabile). General Electric a preluat, totuși, controlul unei bănci de investiții, "Kidder Peabody". Un alt exemplu este cel al grupului "British Petroleum". Această societate a înființat, în 1984, o filială cu funcții financiar-bancare pentru grup și întreprinderile asociate.

PRINCIPALII PARTICIPANȚI PE PIAȚA VALUTARĂ



În Franța, toți intermediarii sunt abilitați să acționeze pe piața valutară. În general, băncile care intervin permanent pe această piață sunt puține la număr.

Printre cele mai active, putem cita: Société Générale, Crédit Lyonnais, Banque Nationale de Paris, Paribas, Indosuez, Banque Française du Commerce Extérieur.

Operatorii specializați pentru piața valutară

Operatorii specializați pentru sălile de piață au fost multă vreme niște autodidacți, formați la întâmplare. În prezent, sunt persoane cu o pregătire profesională deosebită, în măsură să înțeleagă și să analizeze din punct de vedere critic, teoria economică și financiară. Băncile fac tot mai mult apel la tinerii absolvenți ai universităților de prestigiu. Salariile sunt foarte mari. La Paris, cu titlu de exemplu, un "cambiste" bun câștigă 600.000 F pe an și beneficiază în plus, de participare la profit. La Londra și în alte centre mari se practică remunerări de 2-3 ori mai ridicate. Aceasta, întrucât, în câteva secunde și fără semnătură, un asemenea specialist poate angaja banca pentru mai multe milioane de dolari. Din acest motiv, asemenea specialiști de elită sunt protejați, dar și controlați îndeaproape de conducerea băncilor.

Operatorii lucrează la tablourile de schimb valutar, adevărate bijuterii în domeniul informaticii și telecomunicațiilor. Fiecare post de lucru cuprinde:

- unul sau două terminale, ce furnizează informații asupra cursurilor de schimb și ratelor dobânzii; cele mai utilizate rețele sunt Reuter și Telerate, care permit legătura între toate sălile de schimb din lume;
- mai multe telefoane digitale;
- mai multe linii directe, ce permit legături instantanee cu filialele din străinătate, bănci, curtieri și clienți mai importanți;

- un sistem de informare, care redă imediat poziția băncii pentru fiecare deviză;

- un microordinator dotat cu programe de calcul, permite decizii rapide pentru operațiunile de arbitraj, plasament, speculare sau acoperire, pe bază de ordinator.

Profitul băncilor

Profitul băncilor pe piața valutară este, în primul rând, de origine comercială, în al doilea rând, de origine speculativă.

Profitul comercial se explică prin diferența între cursuri pe piața interbancară: cel de cumpărare și cel de vânzare. La această diferență, cambistul adaugă o marjă suplimentară, atunci când negociază cu un client. Concurența a devenit însă, atât de puternică, încât băncile nu mai pot să adauge această marjă, fiind nevoite adeseori să consume din propria lor marjă, numai pentru a putea păstra clientela reprezentată de marile firme. Acestea dispun tot mai mult, în ultimul timp, de tablouri de schimb și specialiști proprii, la fel de competenți ca și cei din marile bănci.

Reducerea profitului comercial se explică și prin faptul că băncile sunt mai înclinate spre operațiuni cu caracter speculativ sau de acoperire anticipativă a variațiilor de curs. Cu toate acestea, băncile neagă acest fapt, ceea ce este tot mai puțin adevărat. În realitate, preluând asupra lor riscul de schimb al clienților, importatori sau exportatori, **băncile fac piața (market makers)**, furnizându-i lichidități.

Operațiunile cu caracter speculativ se încadrează în limitele impuse de conducerea băncilor. Aceste limite sunt după cum urmează:

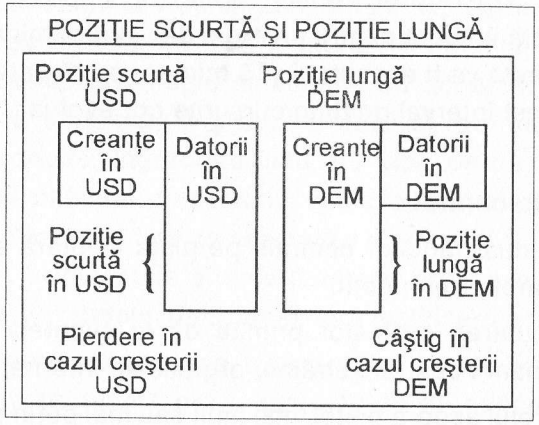
- există, în primul rând, o limită asupra sumei poziției băncii la sfârșitul zilei, denumită în practica bancară **poziție**

de report (overnight position). Aceasta nu trebuie să depășească, de exemplu, 10 milioane de dolari;

- în al doilea rând, există o limită asupra sumei **poziției maxime**, ce poate fi atinsă în cursul zilei, denumită **poziția intraday**;

- **poziția lungă** - cumpărătoare - presupune un excedent de devize, existând riscul scăderii dobânzii sau cursului monedei în cauză;

- **poziția scurtă** într-o deviză presupune absența riscurilor de mai sus; tehnica de anulare a riscurilor inerente acestor poziții constă în realizarea poziției inverse.



Limitele sunt obligatorii pentru fiecare operator în parte, dar și pentru ansamblul posturilor din sală, aparținând pieței valutare. Aceste limite privesc poziția băncii pentru toate devizele; pot fi impuse limite și pentru fiecare monedă în parte. O altă modalitate de reglementare a activității operatorilor constă în impunerea de limite în ceea ce privește volumul pozițiilor ce le pot lua pe piața la vedere, la termen, sau asupra poziției nete - la vedere - la termen.

Înclinația băncilor pentru operațiuni cu caracter speculativ este limitată, comparativ cu cea a persoanelor fizice. Băncile nu refuză, totuși, clienților asemenea operațiuni, datorită faptului că acestea sunt o sursă de venituri și comisioane, cât și datorită concurenței celorlalte bănci în căutare de clientelă.

Valoarea normală, obișnuită a unei tranzacții pe piața valutară, nu este sub 1 milion de dolari. În prezent, tranzacțiile minime reprezintă 3-5 milioane; unele tranzacții sunt de ordinul a 10-20 milioane dolari.

Ordinele clientelei, inferioare sumei de 1 milion de dolari, nu intră direct pe piață, ci sunt regrupate înainte de a fi executate. Operatorul trebuie să fie, deci, prudent, atunci când anunță un curs pentru un ordin de valoare mică, întrucât știe că acesta va fi executat în 15 minute, o oră sau mai mult, însă în acest interval de timp cursurile pot evolua.

Băncile centrale

Intervenția băncilor centrale pe piața valutară se rezumă la următoarele trei funcții:

- executarea ordinelor primite de la clientela proprie - guverne, bănci centrale străine, organisme internaționale;

- controlul asupra pieței, mai mult sau mai puțin pronunțat, în funcție de importanța acordată controlului asupra schimburilor valutare;

- încercarea de a influența cursul de schimb, din motive de politică economică internă, pe de o parte, sau din necesitatea respectării unor angajamente internaționale (acordurile cu FMI, de exemplu), pe de altă parte. În Franța, intervențiile băncii centrale se fac prin intermediul Fondului de stabilizare a cursului de schimb. Acest organism creat în 1936, este gestionat de Banca Franței, în strânsă colaborare cu Ministerul Finanțelor. În vederea evitării mișcărilor cu caracter speculativ, ce ar putea destabiliza moneda, operațiunile fondului sunt secrete, nefiind aduse, deci, la cunoștința marelui public. În realitate, este vorba de un "secret al lui Polichinelle", întrucât intervențiile masive, prin vânzări sau cumpărări de valută au suficientă "transparență" pentru a lămuri opinia publică.

Obiectivul intervenției băncilor centrale pe piața valutară îl constituie reglementarea cursului devizelor. Aceste intervenții au fost mereu incriminate. Unele bănci refuză să intervină, considerând că vânzările sau cumpărările destabilizează piața. Aceasta a fost, de fapt, poziția americană, până în 1985. După reuniunea de la Washington, din 22 septembrie 1985, a miniștrilor de finanțe din SUA, Japonia, Germania, Franța și Marea Britanie, autoritățile americane au acceptat să intervină pentru scăderea cursului dolarului, comparativ cu celelalte monede, îngrijorate fiind, de fapt, de dezechilibrul crescând al balanței comerciale. Băncile centrale europene sunt mai puțin ostile față de asemenea intervenții și recurg ori de câte ori turbulențele și incertitudinile provoacă fluctuații rătăcitoare ale cursului de schimb, fără justificare economică.

În realitate, amploarea tranzacțiilor pe piața valutară (după surse de ultimă oră - peste 1.000 de miliarde dolari zilnic), comparativ cu rezervele deținute de bănci, le retrage acestora orice posibilitate de a influența pe termen lung, durabil, cursul de schimb sau de a impune cursuri ce nu corespund realității economice din momentul respectiv.

Pentru a fi încununate de succes, intervențiile băncilor centrale trebuiesc coordonate și produse la momentul oportun, așa cum s-a întâmplat la 21 septembrie 1984 și la 27 februarie 1985. În 1985, băncile centrale au vândut aproape două miliarde de dolari pe piața valutară (Bundesbank - două

treimi din sumă, băncile centrale ale Franței, Marii Britanii, Italiei, Olandei, Belgiei și Japoniei - restul).

Clientela privată

Clientela privată nu poate interveni direct pe această piață, ci doar prin intermediul băncilor. Clientela privată grupează trei categorii de operatori:

- întreprinderile industriale și comerciale;
- instituțiile financiare, care nu participă direct pe piață;
- persoanele fizice.

Curtierii

Curtierii dețin un rol important prin serviciile de informare asupra pieței și de intermediere, în același timp. Ca intermediari, centralizează ordinele de cumpărare sau vânzare, provenite de la mai multe bănci, ulterior pentru operatori fiind mai simplu să utilizeze serviciile acestora, decât să contacteze mai mulți confrați, dispuși sau nu să vândă sau să cumpere deviza căutată. Serviciile lor se mai caracterizează printr-o deplină discreție, ceea ce îi determină pe numeroși clienți să-i abordeze, fără a se cunoaște, astfel, poziția în care se află, la un moment dat, pe piața valutară, față de o anumită deviză.

Casa de curtaj este organizată pe sectoare; fiecare sector lucrează o deviză sau un grup de devize. În interiorul sectoarelor, curtierii se specializează pe tranzacții la vedere sau la termen și, totodată, pe diferite categorii de bănci. Sunt remunerați prin comision. Cele mai mari case de curtaj sunt la Londra, dar sunt puține la număr. Acestea sunt, de fapt, case internaționale, ce dețin birouri sau filiale în alte centre financiare. Pe lângă aceste instituții, mai există și case mai

mici, foarte specializate, care nu grupează decât câțiva curtieri. La Paris funcționează aproximativ 20 de case de curtaj, din care 10 sunt mai importante.

Putem aprecia că aceste case de curtaj, prin activitatea lor de informare permanentă, pe baza telefonului deschis, dar și de găsire și punere în legătură a diferitelor contrapartizi, au avut o contribuție importantă la expansiunea și integrarea pieței valutare.

4.3.Activele negociate pe piața valutară

Cambia

Importanța cambiei, acest străvechi mijloc de plată internațională, a scăzut mult în ultimul timp.

Cambia reprezintă un ordin de plată redactat de vânzător și acceptat de cumpărător sau de banca sa, care îl obligă pe acesta din urmă să plătească o sumă de o anumită valoare, într-o anumită monedă, la o dată fixă - scadența cambiei. Se asociază astfel, funcția de credit pe termen scurt cu cea de operațiune de schimb pe piața valutară.

Transferul telegrafic de depozit bancar

Transferul telegrafic de depozit reprezintă un ordin transmis prin telex, ce presupune debitarea unui cont într-o valută A și creditarea simultană a unui alt cont, în valuta B. Conturile debitate și creditate pot aparține aceleași persoane sau unor operatori diferiți. Rapiditatea execuției reprezintă principalul avantaj. Cursul va fi cel al pieței, la data efectuării operațiunii. Comisionul de transfer este cel utilizat pentru numerar.

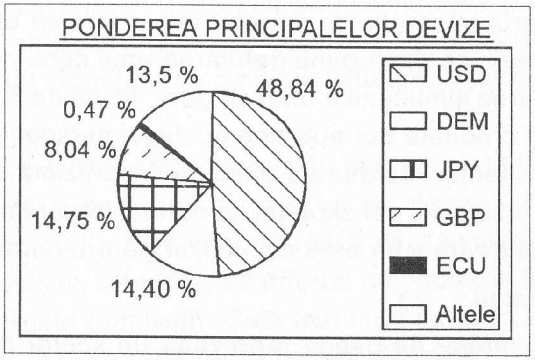
Numerarul

Piața biletelor de bancă reprezintă un sector marginal al pieței valutare. Aceasta întrucât numerarul este puțin utilizat, comparativ cu sumele schimbate prin transfer telegrafic de

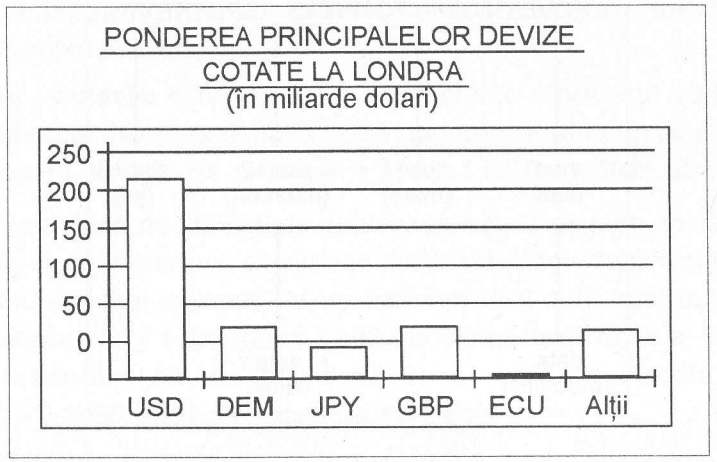
depozit. Cererea turistică obligă totuşi băncile să deţină în permanenţă numerar. Cursurile de schimb pentru numerar sunt diferite de cele pentru transferuri de depozite, publicate în presa financiară. Această diferenţă acoperă cheltuielile efectuate de bancă pentru deţinerea numerarului, care nu produce dobânză şi cheltuielile de transformare a instrumentelor manuale de plată în active de cont (sau viceversa), respectiv transportul şi asigurarea biletelor de bancă străine, vândute sau cumpărate.

Principalele devize negociate pe piaţa valutară

Dolarul american constituie moneda de referinţă, în care se efectuează majoritatea tranzacţiilor, în toate centrele financiare. Yenul şi marca au dobândit, după 1985, o adevărată dimensiune internaţională. Lira sterlină, francul elveţian, florinul, dolarul canadian, dolarul australian şi francul francez sunt, de asemenea, cotate pe toate pieţele valutare. Alte devize convertibile sunt cotate numai în perioada în care piaţa financiară emitentă este deschisă. Pentru monedele neconvertibile nu există piaţă, cursurile acestora fiind determinate de băncile centrale.



Sursa : BRI

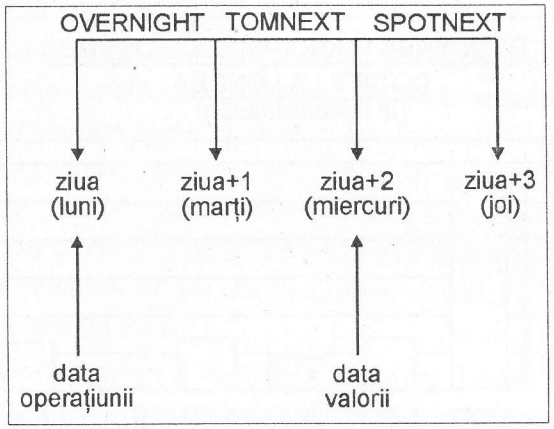


Sursa : BRI

4.4. Organizarea şi funcţionarea pieţei valutare la vedere

Sălile pieţei valutare au atmosfera lor specifică, **băieţii de aur (golden boys),** un limbaj pe măsură, doar de ei înţeles, produsele tranzacţionate sunt denumite codificat. De exemplu, **dollar-cross: dolar american - dolar canadian; dollar--cable: dolar - sterling; overnight:astăzi pentru mâine; tomnext: tomorrow, next day - mâine şi poimâine; spot-next: în ziua următoare.**

Operaţiunile la vedere sunt, în principiu, reglate cel târziu a doua zi lucrătoare de la data încheierii tranzacţiei. Astfel, operaţiunile efectuate luni sunt tratate la valoarea din ziua de miercuri, iar cele de vineri, la valoarea din ziua de marţi, întrucât zilele de odihnă sau sărbători nu contează. Acest răgaz sau termen de două zile permite băncilor să-şi reamenajeze disponibilul (ştiind, de exemplu că, dacă banca



contractează pentru vânzare - joi - va trebui să livreze valuta - luni; va putea, astfel, să se bazeze pe reglementarea unei operațiuni intervenite cu același decalaj - joi). În unele cazuri se poate prevedea în mod excepțional livrarea imediată - la valoarea zilei, sau valoarea din ziua următoare. În cazul băncilor care se refinanțează pe piața interbancară, prin cumpărare de devize, refinanțarea poate fi obținută în termen de 48 de ore. În caz de urgență, se pot procura fonduri cu cheltuieli suplimentare, care sunt facturate apoi clientului.

Cursul de schimb la vedere (valoarea "spot")

Cursul de schimb al monedei A, în raport cu moneda B, exprimă numărul de unități B ce pot fi cumpărate pe piața la vedere, cu o unitate de monedă A. Practica bancară utilizează două modalități de cotare:

a) - cursul de schimb este prețul unei unități de monedă străină în moneda națională, respectiv **cotarea indirectă**, utilizată pe aproape toate piețele financiare. Excepție fac lira sterlină, monedele aparținând țărilor Commonwealth și francul belgian, care cotează direct. De exemplu, la Paris, la data de 11 ianuarie 1993, 1 USD = 6,6550 FF; la New York, 1 DEM = 0,4257 USD;

b) - **cotarea directă** - cursul de schimb reprezintă prețul unei unități de monedă națională în moneda străină. Exemplu: la Londra, la data de 11 ianuarie 1993, 1 GBP = 1,5845 USD.

Cele două posibilități de cotare reprezintă de fapt, același lucru și sunt perfect simetrice: produsul celor două cotații pentru aceeași monedă, la un moment dat, este egal cu 1. Exemplu, la 11 ianuarie 1993, cotarea indirectă a DM reprezenta 1 DEM = USD 0,4257, iar cotarea directă 1 USD = 2,3490 DEM. Produsul lor este egal cu 1.

Cotațiile pe piața la vedere au două valori: **un curs de cumpărare**, cel la care banca cumpără devize și **cel de vânzare**, la care acestea sunt vândute. Exemplu: pe piața Frankfurt, USD1 = 1,7356 - 1,7366 DEM; 1,7356 este cursul de cumpărare a dolarului în raport cu DEM; 1,7366 este cursul de vânzare al dolarului, în raport cu marca.

Pe piața Londrei, cursul lirei sterline în raport cu dolarul este afișat astfel:

1 GBP = USD 2,1050 - 2,1060

ceea ce înseamnă că 2,1050 este cursul de cumpărare al lirei sterline în raport cu dolarul; 2,1060 este cursul de vânzare.

Oricând putem trece de la o cotație directă la cea indirectă și invers.

Diferența între cursul de cumpărare și cel de vânzare reprezintă **marja băncii** care, de regulă, variază ușor de la o bancă la alta, în funcție de situația poziției băncii în deviza respectivă și motivații de ordin concurențial. Ecartul între cele două cursuri este în general redus; creșteri sensibile se

înregistrează numai când piețele devin "nervoase", deci se îngustează.

Pe piața de numerar, ecartul între cursurile de cumpărare și vânzare, aplicate persoanelor fizice este mai mare, comparativ cu cel de pe piața interbancară și, totodată, diferit de la o bancă la alta.

O serie de monede dețin un rol marginal în tranzacțiile internaționale și, din acest motiv, sunt cotate doar pe anumite piețe. Ele fac desigur obiectul tranzacțiilor pe piețele naționale și pe câteva piețe internaționale, care întrețin relații mai strânse cu țările în cauză. Pentru a putea cumpăra sau vinde asemenea monede, operatorii se adresează principalelor bănci de pe piața națională sau băncilor specializate în cotarea lor.

Tabelul care urmează indică centrele financiare în care pot fi negociate devize de mai mică importanță.

Devize		Centre financiare
Bolivar	Venezuela	New York
Coroană	Islanda	Londra
Cruzado	Brazilia	New York
Dinar	Bahrein	Londra-Paris-Kuweit-Qatar
Dinar	Irak	Londra-Paris
Dinar	Kuweit	Londra-Paris
Dinar	Libia	Londra
Dirham	EAU	Londra-Paris-Bahrein-Qatar
Dolar	Australia	Londra
Dolar	Hong-Kong	Londra-Singapore
Dolar	Noua Zeelandă	Londra

Dolar	Singapore	Londra
Drahmă	Grecia	Londra-Paris
Liră	Egipt	Londra
Liră	Israel	Londra
Liră	Liban	Londra-Paris
Peso	Argentina	New York
Peso	Chile	New York
Peso	Mexic	New York
Rand	Africa de Sud	Londra-Paris
Rial	Arabia Saudită	Londra-Paris-Bahrein-Qatar-Kuweit
Rial	Iran	Londra-Paris-Bahrein-Qatar-Kuweit
Rial	Qatar	Londra-Paris-Bahrein-Qatar-Kuweit
Ringitt	Malaezia	Londra
Rupie	India	Londra
Rupiah	Indonezia	Londra

Sursa: Association française des trésoriers d'entreprise: Le marché des changes et les moyens de couverture, Paris, 1980, p.23.

Pe piața la vedere se pot realiza cumpărări sau vânzări directe sau prin intermediul unei devize terțe, în măsura în care un asemenea arbitraj permite obținerea de profit suplimentar din operațiunile de schimb. Realizarea acestui arbitraj triunghiular necesită promptitudine și perspicacitate, întrucât cursul de schimb variază foarte repede, operatorul riscând să eșueze, să se păcălească, nemaiputând obține profit. În general, profiturile de acest gen sunt relativ reduse

la o operațiune, însă ele contează când este vorba de sume importante, vehiculate zilnic și necontenit.

4.5. Organizarea și funcționarea pieței valutare la termen

Pe piața la termen, operatorii contractează angajamente de vânzare și cumpărare de monedă, la un curs fixat în momentul tranzacției; livrarea și plata se vor efectua la o dată ulterioară, fixată în momentul efectuării angajamentului.

Cursul de schimb al monedei A, în raport cu moneda B, exprimă numărul de unități B ce pot fi cumpărate pe piața la termen pentru o unitate A. Există atâtea cursuri, câte termene sunt fixate pentru tranzacțiile în cauză. Cursul de schimb la termen (outright) nu este, de regulă, egal, decât doar din întâmplare, cursului la vedere. Dacă considerăm cele două monede A și B, **cursul la termen** A poate fi **cu primă (en report; premium)** față de cursul la vedere, când permite să se obțină mai multă monedă B decât cursul la vedere. Prima este egală cu diferența între cele două cursuri.

În mod similar, **cursul la termen** al monedei A este **în pierdere (en déport; discount)** când se obține o cantitate mai redusă de monedă B.

Când **cursul la termen** este **egal celui la vedere**, se spune că moneda este la egalitate (**au pair**).

Termenele la care sunt efectuate tranzacțiile sunt diferite, mergând de la 3 la 7 zile, apoi 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 luni și 2, 3, 5 ani.

Toate monedele convertibile pot fi tranzacționate la termen, pentru scadențe între 3 și 6 luni. Pentru scadențe mai mari (12, 24 de luni), devizele de mai mică importanță, cum sunt francul belgian, peseta spaniolă, escudo, shilingul ș.a. nu pot fi tranzacționate. Pentru scadențe ce depășesc 2 ani,

se negociază la termen numai dolarul american, marca, yenul, francul elvețian și lira sterlină.

Din punct devedere tehnic, sunt caracteristice pieței la termen două tipuri de tranzacții: **swap-ul de devize** și **swap-ul de dobânzi**.

Swap-ul[1] poate fi definit, în primul rând, ca o dublă operațiune de schimb asupra aceleași devize și cu aceeași contrapartidă, una din operațiuni fiind la vedere, cealaltă la termen. Este vorba, deci, de o dublă operațiune de schimb, de exemplu:

- vânzare la vedere de DM, la cursul de 3,4/FF (cumpărare de FF);

- cumpărare la termen de DM, la 3,4397 FF (vânzare la termen de FF).

Banca recumpără, deci, la termen DM mai scump decât le vinde la vedere. Diferența trebuie să corespundă cât mai îndeaproape pierderii suferite prin dobândă, dacă banca s-ar fi lansat în operațiuni de credit - împrumut.

Schimbarea de datorii între două părți reprezintă tot o operațiune de swap, care permite partenerilor să-și modifice gradul de expunere la riscuri. Astfel, dacă doi agenți economici, A și B au datorii, iar agentul A preferă să suporte tipul de datorie al agentului B și invers, ei vor fi interesați să efectueze un swap.

Datoriile pot fi exprimate în devize diferite. În practică, există **variante** de swap de devize și swap de dobânzi. Exemple:

---

1 to swap (engl.) = a schimba

- **Swap de devize** - Agentul A deține o datorie în dolari, firma B este îndatorată în lire sterline; sumele sunt echivalate. A crede că dolarul se va aprecia în raport cu lira sterlină, dorind astfel să-şi ramburseze, în viitor, datoria în lire. Să considerăm că B apreciază invers situația. Prin operațiunea de swap, A se va putea îndatora în lire, iar B în dolari.

- **Swap de dobânzi** - Să presupunem că A şi B împrumută fiecare 100 milioane franci, pentru aceeaşi durată. Firma A, la o dobândă fixă, de 9%, firma B la o dobândă variabilă, echivalentă cu PIBOR + 0,5%. (Să reamintim că PIBOR reprezintă rata interbancară la Paris, care evaluează în permanență). A anticipează o scădere a dobânzilor şi va dori să profite de o dobândă variabilă. B va prefera o rată fixă, care îi va conferi siguranță cu privire la cuantumul datoriei sale. O operațiune de swap îi va satisface, astfel, pe cei doi parteneri. Se poate stipula, de exemplu, ca în fiecare an ce mai rămâne de rambursat, B va vărsa lui A o dobândă fixă de 10% şi A va vărsa lui B o dobândă variabilă, egală cu PIBOR + 0,25%.

Rezultatul va fi următorul:

- A va trebui să suporte de acum înainte o dobândă variabilă de PIBOR - 0,75%. De fapt, A plătește 9% băncii sale + (PIBOR + 0,25%) lui B. Primește în schimb 10% de la B. Rezultatul va fi PIBOR -0,75%;

- B plătește acum o dobândă fixă de 10,25%. Va vărsa băncii sale (PIBOR + 0,5%) şi 10% lui A. Va primi (PIBOR + 0,25%) de la A. Rezultatul este pentru el 10,25%.

De reținut faptul că, pentru operațiuni la termen, băncile solicită, în general, un depozit de garanție. Când fluctuațiile sunt importante, sunt solicitate chiar garanții suplimentare.

Operațiunile la termen se efectuează direct de la bancă la bancă, sau prin intermediul curtierilor şi nu sunt niciodată cotate la bursă. **Nu există**, deci, **curs la termen oficial.**

În perioade de stabilitate, operațiunile la termen devin mai puțin interesante decât cele la vedere; monedele slabe sunt puțin cerute, iar cele puternice, puțin oferite, fiind, astfel, greu de găsit contrapartida necesară.

Băncile centrale nu intervin, de regulă pe piața la termen, întrucât în lupta lor contra fenomenului speculativ, nu ar face altceva decât să faciliteze jocul operatorilor, permițându-le să opereze la cursuri favorabile. Aceasta întrucât combinația între tranzacțiile la termen şi la vedere limitează foarte mult variațiile cursului de schimb la termen.

4.6. Evoluția pieței valutare

Dezvoltarea pieței valutare interbancare a fost generată de instaurarea regimului cursurilor flotante. În prezent, tranzacțiile ating cifre astronomice. Valoarea tranzacțiilor efectuate într-o săptămână pe piața valutară este echivalentă cu valoarea anuală a comerțului internațional, aceasta întrucât aceste tranzacții au, 51 de săptămâni pe an, un obiectiv pur financiar.

Cu toată concurența altor centre financiare, **Londra** deține locul întâi, cu un volum zilnic al tranzacțiilor de 187 miliarde dolari, urmată de **New York** şi **Tokyo**, piața pe care s-au înregistrat creşteri spectaculoase. În Europa, datorită faptului că Bundesbank nu a participat la ancheta BRI, **Zürich** este pe locul II, urmat de **Paris**, **Amsterdam** şi **Bruxelles** (16 miliarde, fiecare).

Volumul acestor cifre ne ajută să înțelegem dificultățile întâmpinate de băncile centrale în intervenția lor pe piața valutară, rezervele acestora fiind insuficiente pentru a putea influența, în mod durabil, evoluția cursului de schimb. Autoritățile monetare sunt, cel mult, capabile să atenueze evoluțiile sau tendințele, fără să le poată stopa sau inversa.

Cele trei mari zone de localizare a pieței valutare Europa, America de Nord și Extremul Orient sunt foarte interdependente. Piața este continuă, funcționând succesiv în diferitele centre financiare, 5 zile din 7. În cursul week-end-ului , funcționează doar piețele de schimb din țările arabe.

Piețele europene cele mai importante, **Londra**, **Frankfurt** și **Zürich** colaborează foarte strâns și sunt legate de piețe mai puțin importante, ca Amsterdam, Bruxelles, Copenhaga, Düsseldorf, Geneva, Hamburg, Luxemburg, Madrid, Milano, Oslo, Paris, Roma, Stockholm.

Frankfurt este cel mai important centru financiar german. Piața valutară nu este, însă, concentrată în acest oraș, ci la Düsseldorf, München și Hamburg. Banca centrală germană este foarte prezentă pe piață, intervenind mai ales în determinarea fixing-ului. Compartimentul dolar-marcă este cel mai activ, devizele schimbate sunt mai puține la număr, comparativ cu Londra.

Piața elvețiană, după exemplul german nu este, la rândul său, concentrată într-un singur oraș, tranzacțiile desfășurându-se la Basel, Berna, Geneva, Lausanne și Lugano. Piața este dominată de primele trei mari bănci elvețiene și puternic controlate de Banca națională.

La Paris, ancheta efectuată de Banca Franței ne permite să desprindem următoarele concluzii:

- cele trei piețe principale sunt: dolar-marcă - 28%; dolar-franc - 26%; marcă-franc - 17% din schimburi.

Piața dolar-marcă tinde să devină și în Franța o piață pivot, substituindu-se pieței dolar-liră sterlină, care pierde din importanță.

Clasamentul operațiunilor după scadență arată că operațiunile la vedere reprezintă 58% din tranzacții; majoritatea tranzacțiilor sunt pe termen scurt, doar 6% au

scadențe ce depășesc 1 an; 85% din tranzacții sunt operațiuni interbancare. Datorită abandonării complete a controlului asupra cursului de schimb, în 1989, piața francului, localizată înainte la Londra, a revenit în cea mai mare parte la Paris.

Piețele valutare nord-americane încep să se dezvolte pe la mijlocul deceniului 1970, odată cu implantarea băncilor străine la New York. Statisticile publicate de Banca Federală de Rezervă indică o creștere permanentă și susținută, piața americană rivalizând, în prezent, cu Londra. Principalele devize negociate sunt marca, yenul, lira sterlină. Tranzacții importante au loc, atât la New York, cât și la Chicago, Boston, Philadelphia, San Francisco, Los Angeles. În Canada, piața valutară este concentrată la Toronto și Montreal, două mari centre interconectate cu New York.

Principalele centre din Extremul Orient, în ordinea deschiderii piețelor valutare, sunt Tokyo, Hong Kong, Singapore. Dacă Tokyo va continua să se dezvolte în ritmul din ultimii ani, poate depăși foarte curând New York și Londra. Principalii operatori sunt marile bănci japoneze și filialele băncilor americane și europene. Banca Centrală este foarte activă; piața este concentrată în proporție de 80% pe tranzacții yen-dolar.

Piețele Hong Kong și Singapore sunt mai puțin concentrate pe o singură deviză, ca la Tokyo; se fac tranzacții cu devize asiatice și europene, datorită prezenței filialelor marilor bănci japoneze, americane și europene.

CAPITOLUL V

INSTRUMENTELE FINANCIARE NOI SAU PRODUSELE DERIVATE (INSTRUMENTELE DE ACOPERIRE A RISCURILOR)

Orice agent economic trebuie să facă față unor **riscuri de piață**, cum sunt, **riscul de schimb valutar** care ține de fluctuațiile monetare internaționale și **riscul privitor la dobânzi**, a cărui fluctuație influențează valoarea activelor cu venituri fixe. Gestionarii de portofolii se confruntă, la rândul lor, cu **riscuri specifice**, ce rezultă din volatilitatea cursurilor la bursele de valori.

Aceste categorii de riscuri s-au intensificat pe parcursul deceniului trecut. Așa se explică faptul că specialiștii în tehnici financiare internaționale au inventat și pus la punct o serie de **instrumente pe măsura acestor riscuri**, standardizate, propuse pe piețe organizate, derivate adeseori din piețele valutare. Acestea sunt **piețele contractelor la termen asupra devizelor sau activelor financiare (futures) și opțiunile**. Produsele se mai numesc **derivate** și datorită faptului că valoarea contractelor rezultă din valoarea titlului financiar care servește drept suport acestor contracte. Aceste produse permit nu doar acoperirea riscurilor citate mai sus, dar și realizarea de profit cu caracter speculativ (din anticipări de curs) sau ca urmare a diferențelor de cotare existente pe diferitele piețe (arbitraj).

Piețele derivate, care își au, de fapt, originea la Chicago, în secolul XIX, pentru produsele agricole, iau amploare în anii

'70 în SUA, pentru a se răspândi și dezvolta, după 1980, în Europa și Asia.

5.1. Piețele contractelor la termen asupra devizelor și opțiunilor

Acestea cuprind contractele standardizate, localizate în cadrul burselor dotate cu camere de compensație și contractele nestandardizate, respectiv un compartiment al pieței interbancare, unde se efectuează tranzacții la înțelegere.

Contractele standardizate sunt de două feluri: contractele la termen cu devize și opțiunile asupra devizelor.

Contractul la termen reprezintă un **angajament ferm, definitiv** de a livra sau de a primi la o anumită scadență, o anumită sumă sau cantitate de devize, la un preț fixat în cadrul negocierii contractului.

Opțiunea, spre deosebire de contract, **nu presupune o obligație**. Opțiunea conferă celui care o deține, dreptul, dar nu și obligația, de a cumpăra sau de a vinde, dacă este vorba de vânzare, **devize** pe piața opțiunilor la vedere, sau un **contrat la termen de devize**, pe piața opțiunilor asupra contractelor.

Orice contract cumpărat sau vândut se execută cel târziu la data scadenței. Originalitatea pieței contractelor constă în faptul că permite două posibilități în acest sens. Modul cel mai simplu îl reprezintă executarea obligațiilor, primind sau livrând devizele. Această posibilitate este însă puțin practicată; sub 1% din contracte se realizează prin livrarea efectivă de devize. În marea majoritate a cazurilor se realizează o operațiune în sensul invers al operațiunii inițiale: vânzătorul cumpără un contract, iar cumpărătorul vinde un contract, pentru aceeași scadență. Asemenea operațiuni sunt efectuate prin intermediul unei camere de compensație. Scopul final

este de a permite operatorilor să încaseze sau să plătească diferența între prețurile celor două tranzacții. Această tehnică, cunoscută sub denumirea de **arbitraj**, reprezintă mecanismul de bază care permite să se obțină profit sau, eventual, să fie evitate pierderile prea mari, rezultate din diferențele de curs (preț). Asemenea diferențe se manifestă în timp și spațiu, atât în cazul operațiunilor cu active financiare, cât și în cazul operațiunilor cu mărfuri. Avantajele activelor financiare, respectiv standardizarea și costurile de transfer neînsemnate, au determinat extinderea arbitrajelor, îndeosebi în domeniul financiar.

Tehnica de aplică identic și la contractele de opțiuni. În majoritatea cazurilor se realizează înainte de scadență o operațiune în sensul invers al operațiunii inițiale: vânzătorul cumpără opțiuni, pentru aceeași scadență și același preț; cumpărătorul revinde opțiuni.

Tranzacțiile asupra contractelor la termen nu dau naștere la reglementări imediate, plățile se fac la scadență și doar în ipoteza unei executări, prin livrare efectivă a activului în cauză. Camera de compensație solicită operatorilor să depună o sumă drept garanție (depozit) care variază în funcție de conjunctură, situația financiară a operatorilor și importanța poziției lor descoperite. Suma variază și în funcție de piață, putând reprezenta între 1 și 20% din valoarea contractului.

Atunci când un cumpărător (vânzător) de contracte la termen este confruntat cu o scădere (urcare) a cursurilor, va înregistra o pierdere care diminuează depozitul de garanție, reducând, astfel, siguranța curtierului său, sau cea a casei de compensație. Pentru a se proteja, aceasta din urmă solicită clientului să acopere pierderea.

Piața opțiunilor funcționează după aceleași principii, dar cu unele amenajări. Întrucât cumpărătorii de opțiuni trebuie

să achite imediat totalitatea primei, nu li se mai solicită depozite. Vânzătorii de opțiuni, fiind supuși unor riscuri mult mai mari, trebuie să constituie depozite a căror valoare se stabilește în funcție de riscul la care se expun.

Sunt autorizați să vândă și să cumpere contracte doar membrii bursei, în nume propriu sau pe contul clienților. Tranzacțiile sunt înregistrate în mod obligatoriu de către camera de compensație, care se substituie cumpărătorului și vânzătorului, devenit astfel unicul contrapartener. Camera de compensație se interpune, deci, în permanență între cumpărător și vânzător, garantând ducerea la bun sfârșit a tranzacțiilor și consolidând siguranța operatorilor.

5.1.1. Piața contractelor la termen cu devize

Piața contractelor la termen cu devize a fost inaugurată la data de 16 mai 1972, de către Chicago Mercantile Exchange (CME). Contractele se negociază pe ceea ce s-a numit International Monetary Market (IMM) - un departament în cadrul CME, care grupează piețele la termen cu devize și titluri financiare cu venituri fixe. Ulterior, această tehnică s-a răspândit și în alte centre financiare, fără să cunoască succesul întâlnit la Chicago.

Caracteristicile contractelor la termen pentru devize negociate la International Monetary Market - în dolari SUA

Deviza	Valoarea contractului	Fluctuația minimă	Valoarea depozitului
Liră sterlină	62.500	12,5	1.500
Dolar canadian	100.000	10,0	1.500
Marcă	125.000	12,5	2.000
Yen	12.500.000	12,5	2.000
Franc elvețian	125.000	12,5	3.000

Sursa: Y. Simon, Techniques financières internationales, Economica, Paris, 1993.

Tranzacțiile sunt efectuate pentru perioade precise, care sunt: martie, iunie, septembrie, decembrie și pentru durate ce pot atinge doi ani, ceea ce înseamnă că pot fi cotate simultan maximum 8 scadențe.

Valorile nominale ale contractelor sunt standardizate: 62.500 lire sterline, 100.000 dolari canadieni, 125.000 DEM, 12.500.000 yen, 125.000 FS, 250.000 FF.

Limitele minime de variație a valorii contractelor sunt, de asemenea, standardizate, fiind cuprinse între 10 și 12,5 dolari americani de contract.

Depozitele variază în funcție de contract și volatititatea cursurilor devizelor; în mod normal, reprezintă între 1-3% din valoarea contractelor. Aceasta nu îi împiedică, însă, pe curtieri să solicite sume mai mari, pentru anumite devize sau anumiți clienți. Legislația americană permite ca operatorii să depună bonuri de tezaur, de pe urma cărora pot beneficia de dobânzi.

Pentru a se adapta la evoluția pieței interbancare, conducerea CME a introdus, în anii 1991 și 1992, patru contracte pentru cursuri încrucișate (cross rates), fără prea mare succes până în prezent.

De remarcat faptul că la început, marile bănci americane nu au agreat dezvoltarea acestor piețe de instrumente financiare noi, reușind parțial să le blocheze evoluția. Aceasta întrucât exista temerea justificată că asemenea piețe vor repune în discuție monopolul pieței interbancare. Refuzul marilor bănci din New York de a cumpăra fotolii (locuri) la International Monetary Market (spre deosebire de cele din Chicago, care au participat de la bun început, dar relativ modest) și de a interveni pe piața contractelor a redus volumul arbitrajelor cu piața interbancară. În consecință, multă vreme s-a resimțit o lipsă acută de lichidități pe piața

contractelor, ordinele de peste 20 de contracte fiind dificil de executat. Ulterior, situația s-a schimbat: începând cu anul 1977, o serie de bănci au început să realizeze arbitraje între cele două piețe - cea interbancară și cea a contractelor, în mod direct sau prin intermediul arbitrajiștilor din clasa B. Aceștia reprezintă o nouă categorie de operatori, scutiți de către IMM de depunerea depozitului.

Totodată, s-au deschis piețe de contracte la termen cu devize, într-o serie întreagă de burse de comerț, unele reușite, altele soldate cu eșecuri. Iată câteva exemple de reușită:

- în 1983 - la Mid America Commodity Exchange, au fost introduse 5 contracte standard cu valori pe jumătate, comparativ cu IMM, care au rămas până în prezent operaționale;

- în 1985, bursa New York Cotton Exchange a inaugurat un contract în dolari, evaluat în baza cursurilor medii ponderate ale primelor 10 valute utilizate în comerțul internațional. În 1986, aceeași bursă a creat primul contract la termen în ECU.

Piețele de contracte la termen deschise în afara Statelor Unite, în Australia, Marea Britanie, Singapore, Brazilia, Spania, Noua Zeelandă și Japonia, fie că au eșuat, fie că nu au înregistrat succese, în prima etapă activitatea fiind redusă comparativ cu piața interbancară (piața valutară la vedere și la termen). Explicația constă în faptul că pe piața interbancară intervin marile firme transnaționale și marile întreprinderi ce desfășoară activități de comerț internațional.

Piața contractelor standardizate este, de fapt, în continuare în atenția speculatorilor individuali, arbitrajiștilor și acelor firme familiarizate cu modul său de funcționare. Aceasta întrucât piețele la termen pentru contracte standardizate reprezintă o posibilitate în plus de acoperire a riscului de schimb, uneori cu cheltuieli mai mici decât pe piața interbancară.

În măsura în care mările bănci nu vor mai pune piedici în calea extinderii acestui proces şi în măsura în care tot mai mulţi agenţi economici se vor iniţia în privinţa funcţionării pieţei contractelor, putem aprecia că există şanse de progres şi de extindere pentru acest gen de operaţiuni. Aşadar, pieţele contractelor la termen pentru devize au reuşit să supravieţuiască, în pofida piedicilor şi eşecurilor înregistrate în majoritatea burselor de comerţ şi chiar la Chicago. Existenţa acestor pieţe este motivată, în primul rând, prin volatilitatea cursurilor de schimb. Apoi, orice creştere a comerţului internaţional, dar îndeosebi a exporturilor şi importurilor americane, conduce la o creştere a volumului tranzacţiilor de acoperire a riscurilor de curs. De fapt, există în prezent, o relaţie pozitivă între creşterea poziţiei descoperite pe pieţele contractelor de devize de pe IMM şi valoarea importurilor americane. Relaţia este mai puternică pentru importuri, întrucât acestea sunt efectuate într-o proporţie mai mare în monede diferite. Dacă, la început, aceste tranzacţii au fost învăluite de mister, accesul la informaţie, difuzarea cunoştinţelor privind contractele vor determina creşterea volumului tranzacţiilor în viitorul apropiat.

Avantajele oferite pe pieţele contractelor la termen, comparativ cu piaţa interbancară, constituie, de fapt, baza supravieţuirii lor. Acestea sunt, pe scurt, următoarele:

- costul operaţiunilor este mai mic, comparativ cu cel practicat de bănci pe piaţa interbancară;

- prin inversarea operaţiunii iniţiale, operatorii se pot proteja contra riscului de schimb sau pot specula asupra cursului de schimb, fără să preia sau să livreze devizele la termen;

- se permite efectuarea unor operaţiuni secrete, anonime, ceea ce nu se poate realiza pe piaţa interbancară. De asemenea, aceste pieţe oferă o flexibilitate sporită. O

operaţiune de acoperire poate fi obţinută sau prelungită imediat sau lichidată cu uşurinţă în orice moment;

- pe piaţa contractelor la termen pot interveni orice fel de operatori, cu condiţia să depună depozitul de garanţie la camera de compensaţie. Pe piaţa interbancară, băncile sunt selective şi prudente, îndepărtându-i, pur şi simplu, pe anumiţi clienţi sau solicitând garanţii ce majorează sensibil costul unei intervenţii.

Inconvenientele ce decurg din rigiditatea impusă de standardizarea contractelor şi din faptul că tranzacţiile privesc un număr restrâns de monede, sunt mai puţin demne de luat în considerare.

Pieţele contractelor la termen se deosebesc de pieţele interbancare şi prin următoarele aspecte:

- suma în devize şi data livrării sunt standardizate, neputând fi, deci, adaptate necesităţilor curente, ca în situaţia pieţei interbancare;

- piaţa interbancară este o piaţă "over the counter"; piaţa contractelor recurge la serviciile camerei de compensaţie, riscul de contrapartidă fiind, practic, eliminat. Relaţia pe piaţa interbancară este mult mai personalizată, între bancă şi client;

- tranzacţiile interbancare se efectuează prin telefon sau telex, între specialiştii din bănci cu publicarea preţului oferit şi solicitat pentru fiecare tranzacţie; pe pieţele contractelor, tranzacţiile se fac prin "strigare" la un curs unic, atât pentru vânzări, cât şi pentru cumpărări;

- pe piaţa interbancară, băncile sunt remunerate prin diferenţa între cursul de cumpărare şi cursul de vânzare, marjă care variază în funcţie de deviză. Pe piaţa contractelor, curtierii primesc comisioane ce variază între 15 şi 100 de

dolari, în funcție de operațiune, importanța ordinului executat și serviciile anexe oferite de casa de curtaj;

- pe piața interbancară, valoarea unei tranzacții este mult mai mare, peste un milion de dolari, de regulă, pe piața contractelor, normele de ordinul a 20-50 de contracte sunt destul de rare;

- standardizarea contractelor corespunde mai bine necesităților speculatorilor individuali și mai puțin marilor întreprinderi. Piața interbancară răspunde, astfel, mai bine solicitărilor marilor importatori și exportatori și mai puțin intereselor investitorilor privați.

5.1.2. Piața opțiunilor asupra devizelor

Opțiunile asupra cursului de schimb presupun următoarele variante:

- **opțiunile negociate pe piața interbancară**, care sunt opțiuni schimbate ocazional, la înțelegere între două bănci sau o bancă și o întreprindere;

- **opțiunile standardizate**, negociate în cadrul piețelor organizate, dotate cu cameră de compensație. Acestea sunt de două feluri: **la vedere**, asupra devizelor și **opțiuni asupra contractelor la termen cu devize**.

Dacă opțiunea acordă celui care o deține o posibilitate de cumpărare, este vorba de o opțiune negociabilă de cumpărare, denumită pe piețele anglo-saxone **call**. În sens invers, dacă opțiunea acordă celui care o deține o posibilitate de vânzare este vorba de o **opțiune de vânzare**, denumită "**put**". Pentru dreptul oferit de opțiune, cumpărătorul plătește și eminentul primește o anumită sumă, numită **primă**, "**premium**", indiferent dacă opțiunea s-a executat sau nu.

Prețul de exercițiu este cursul la care cumpărătorul unei opțiuni de cumpărare sau de vânzare poate dobândi sau ceda

activul în cauză, în cadrul perioadei, duratei opțiunii. Expresiile corespunzătoare în engleză sunt **exercise price** sau **strike price**.

Data exercițiului sau scadența opțiunii este ultima zi în care mai poate fi exercitată opțiunea, după care aceasta dispare, se anulează.

Elementele caracteristice opțiunii sunt deci:

- natura opțiunii: "call" sau "put";

- prețul de exercițiu;

- data de exercițiu;

- prima.

Cumpărătorul unei opțiuni de cumpărare își poate exercita opțiunea - se mai spune și își poate ridica opțiunea - respectiv poate cumpăra activul în cauză, dar nu este obligat să o facă, putând opta pentru abandonarea opțiunii. Vânzătorul unei opțiuni de cumpărare trebuie, în mod obligatoriu, să livreze devizele la prețul fixat, dacă cumpărătorul solicită aceasta; nu există, în acest caz, pentru el alternativă. Pentru opțiunea de vânzare, raționamentul este identic: cumpărătorul unei asemenea opțiuni o poate ridica, respectiv vinde activul în cauză, dar nu este obligat să facă aceasta, putând să abandoneze opțiunea. Vânzătorul de opțiune nu are de ales: trebuie să primească devizele.

Nivelul primei, respectiv valoarea unei opțiuni este determinată de cursul devizei de suport și volatilitatea acestuia, prețul de exercițiu și data de exercițiu. Cu cât volatilitatea este mai puternică, cu atât prima este mai ridicată. Cu cât data de exercițiu este mai îndepărtată, cu atât prima este mai importantă. Pentru o mai bună înțelegere, opțiunile asupra devizelor pot fi clasificate în 4 mari categorii:

a) **Opțiuni negociate în cadrul sau în afara unei piețe organizate**

Inovația financiară caracteristică o constituie **warrantul asupra devizelor**. Acesta constituie o prelungire a opțiunilor de schimb negociate pe piața interbancară, care evită inconvenientele acestora: valori nominale mari, accestul limitat al clienților nebancari, faptul că nu pot fi negociate pe piața secundară. **Warrantul este**, deci, **un titlu de opțiune pe termen lung, de valoare mică** (10.000 de dolari), **emis de bănci și negociat la bursă**. Aceste **warrants** pot fi "**calls**" sau "**puts**".

În cazul în care deviza unui "call warrant" se apreciază, operatorul care deține titlul nu poate cumpăra devizele la un preț mai mic decât cursul pieței la vedere. În același mod, dacă devizele unui "put warrant" se depreciază, operatorul le poate vinde la un preț superior cursului de pe piața la vedere.

La Paris, prima emisiune de warrant a fost efectuată în 1991, de către sucursala franceză a băncii Citibank. Emisiunea cuprindea două "call warrants" asupra dolarului, cu prețul de exercițiu de 5,20 și 5,40 FF și două "puts warrants" asupra dolarului, la prețul de exercițiu de 5 și 4,80 FF, precum și un "call warrant" asupra lirei sterline, la prețul de exercițiu de 10 FF și un "put warrant" asupra lirei, la prețul de 9,50 FF. Titlurile sunt cotate la bursă.

Warrantul poate fi de tip american, ceea ce înseamnă că deținătorul îl poate executa în orice moment, sau de tip european - exercitarea opțiunii se face numai la scadență.

Băncile efectuează emisiuni în tranșe, la scadențe de 18 luni, 2 ani, 5 ani; se evită, astfel, inconvenientul opțiunilor pe termen scurt (evitarea reportării opțiunilor și simplificarea tranzacțiilor). Valoarea nominală a unui warrant fiind mică, toți agenții economici implicați în tranzacții de comerț internațional se pot acoperi contra riscului de schimb prin intermediul acestor instrumente. [1]

Aceste titluri au toate caracteristicile opțiunilor, principalele lor avantaje, îndeosebi caracterul lor asimetric și, practic, niciunul din inconvenientele opțiunilor propriu-zise.

b) **Opțiuni negociabile și opțiuni nenegociabile**

Opțiunile negociabile sunt standardizate. Camera de compensație (clearing) asigură o funcționalitate perfectă, purtându-se garantă a bunei executări. Piața secundară permite operatorilor să-și inverseze poziția înainte de scadență. Opțiunile negociabile sunt caracteristice piețelor organizate (burselor).

Opțiunile nenegociabile nu sunt standardizate. Tranzacțiile se fac "principal to principal", fără intervenția obligatorie a unei contrapartide unice, care este camera de compensație. Nu există o piață secundară care să permită operatorilor să-și revizuiască rapid, cu costuri reduse și fără inconveniente, strategia inițială, în funcție de noile informații primite. Opțiunile nenegociabile sunt schimbate la înțelegere, pe piața interbancară.

c) **Opțiuni negociate în cadrul burselor de mărfuri și opțiuni negociate la bursele de valori**

Opțiunile negociate la bursele de mărfuri au drept suport contracte la termen de devize. Când sunt negociate la bursele de valori, au drept suport monede. Bursele de mărfuri și bursele de valori se lansează, în prezent, într-o concurență acerbă pentru a obține supremația pe piața opțiunilor.

---

1 a se vedea în acest sens: "La gestion globale du risque de change", autori M. Debeauvais și Y. Sinnah, Ed. Economica - Paris, 1992

Cu toate că oferă aceleaşi servicii, cele două active nu sunt absolut identice:

- contractul la termen servind drept suport unei opţiuni este cotat pe o piaţă bursieră, piaţa fiind, deci, reglementată. Devizele servind drept suport opţiunilor, nu sunt tranzacţionate la bursă, ci pe piaţa valutară interbancară, operaţiunile nefiind atât de strict reglementate;
- ridicarea opţiunii este diferită. În primul caz, este necesară doar depunerea depozitului; în al doilea caz, executarea totală este obligatorie.

d) **Opţiunile americane şi opţiunile europene**

Această calificare de "americane" sau "europene" nu are legătură cu locul unde se desfăşoară tranzacţiile. Astfel, în SUA, se negociază opţiuni de tip european şi invers, opţiunile de tip american se pot negocia în Europa. Diferenţa constă în faptul că opţiunile americane pot fi exercitate în orice moment, pe parcursul duratei lor, cele europene pot fi exercitate doar la data limită de ridicare a opţiunii. Opţiunile europene sunt mai avantajoase pentru vânzători, care sunt la adăpostul oricărui exerciţiu anticipat. Marea majoritate a opţiunilor negociate sunt, în prezent, de tip american.

Opţiunile asupra devizelor asigură o gestiune precisă, puternică, dar şi complicată, asupra riscului de schimb. Din acest motiv, asemenea instrumente pot fi utilizate doar de către profesionişti cu experienţă, preocupaţi de problematica gestiunii riscului valutar. Utilizarea lor permite eliminarea riscurilor nedorite sau diminuarea celor excesive, evitarea tranzacţiilor inutile sau costisitoare, protejându-se, astfel, valoarea patrimoniului în devize.

Arbitrajiştii utilizează aceste instrumente pentru a obţine profit din diferenţe ce nu au un suport economic - diferenţele între cursul

opţiunilor de cumpărare şi cursul celor de vânzare, având diferite preţuri de exerciţiu sau scadenţe diferite. Se arbitrează, de asemenea, cursul opţiunilor cu cel al contractelor la termen în devize şi cursurile de schimb la vedere. Profiturile realizate de această categorie de speculatori sunt, însă, pe măsura riscurilor asumate: caracterul speculativ şi de acoperire reprezintă cele două faţete ale aceluiaşi operaţiuni.

5.2. Piaţa contractelor la termen asupra activelor financiare

Instrumentele financiare "futures" asupra dobânzilor reprezintă o tehnică de prevenire a riscului de dobândă.

Preţul unui activ financiar este suma actualizată a cash-flow- ului generat de acesta. Dacă notăm cu:

n = scadenţa

Pi = cuponul primit în anul i

i = rata anuală a dobânzii (fixă)

R = valoarea de rambursare,

preţul C al titlului va fi egal cu:

$$C = \frac{\Pi_1}{(1+i)} + \frac{\Pi_2}{(1+i)^2} + \ldots + \frac{\Pi_n + R}{(1+i)^n}$$

sau

$$C = \left(\sum_{i=1}^{n} \frac{\Pi_i}{(1+i)^i}\right) + \frac{R}{(1+i)^n}$$

În baza acestei relaţii, se constată că C variază în sens invers faţă de rata dobânzii [2].

---

2 a se vedea şi capitolele VIII şi IX

Investitorii se confruntă, deci, în cazul variației ratei dobânzii, cu un risc de reducere a valorii activului, în situația creşterii dobânzilor sau cu cel de creştere, în cazul scăderii dobânzilor; aceasta, în cazul vânzării activului financiar înainte de scadență. Cei ce se împrumută, se confruntă, la rândul lor, cu un risc de variație a veniturilor.

Orice anticipare a creşterii dobânzilor implică strategii de protejare a portofoliului de titluri cu venituri fixe, sau de reducere a costului unui împrumut cu dobândă variabilă. O instituție de credit trebuie să-şi echilibreze, deci, posturile cu dobândă fixă, prin cele de resurse cu dobândă variabilă. În sens invers, orice anticipare de scădere a dobânzilor îi determină pe investitori să încerce menținerea rentabilității unui plasament cu dobândă variabilă sau să anticipeze un plasament viitor cu dobândă fixă.

Instrumentele "futures" pentru dobânzi permit acoperirea riscului de variație a dobânzii şi, totodată, o posibilă ameliorare a randamentului unui plasament existent sau o reducere a nivelului datoriei. Un alt avantaj al acestor instrumente constă în faptul că utilizarea lor nu presupune cheltuieli prea mari.

O primă posibilitate de protecție contra riscului de dobândă o constituie, desigur, recurgerea la împrumuturi sau plasamente cu dobândă variabilă, a căror rentabilitate este imposibil de apreciat "a priori". Acestea sunt utilizate atunci când dobânzile au tendințe pronunțate de creştere. Investitorii preferă, de regulă, titlurile cu venituri fixe (a se vedea cap. III). Obligațiunile cu dobânzi variabile convertibile în titluri cu venituri fixe încearcă să concilieze cele două tehnici de emisiune. Practica a imaginat şi alte posibilități; astfel, se mai pot utiliza împrumuturi cu dobândă fixă, adaptabilă pe parcursul duratei acestora (obligațiuni extensibile sau retractabile sau operațiuni de "swap" cu dobânzi (cap. IV)).

Principiul general al operațiunilor la termen este acela de a nu se produce livrarea efectivă a activului (materii prime, titluri sau devize), fiind vorba doar de o promisiune. Singura obligație a părților este depunerea depozitului de garanție la Camera de compensație. La scadența contractului, se va încheia un contract în sens invers, pentru a se obține profit, sau suporta pierderea, fără a se proceda la livrarea titlurilor.

Acoperirea constă, deci, tocmai în această poziție inversă şi în a cumpăra produse "futures", pentru a se pune la adăpost contra unei reduceri de dobânzi sau de a vinde "futures" pentru a se pune la adăpost contra unei creşteri a dobânzilor.

Să presupunem că un posesor de obligațiuni cu dobândă fixă anticipează o creştere a dobânzilor, deci o depreciere a valorii portofoliului propriu. Pentru a acoperi acest risc, acesta vinde în momentul de față produse "futures", a căror valoare este, în prezent, superioară celei din momentul în care dobânzile vor fi efectiv mai reduse. Se poate compensa, astfel, pe piața la vedere, o pierdere anticipată, printr-un câştig pe piața la termen. Principiul este identic, dar în sens invers, în cazul anticipării scăderii cursurilor.

Standardizarea contractelor a creat o oarecare rigiditate. În plus, acoperirea nu este niciodată perfectă, întrucât depinde de anticipările speculatorilor. Dacă mai mulți speculatori deodată anticipează aceeaşi tendință - de exemplu, o scădere a dobânzilor - prețul de cumpărare a contractelor va creşte sub presiunea cererii, operatorii urmând să plătească mai scump operațiunea de acoperire. Acest inconvenient este, de fapt, caracteristic tuturor piețelor la termen.

5.3. Operațiuni la termen cu indici bursieri

Principiul este acelaşi; diferența constă în faptul că activul de suport este de această dată un indice bursier. Cele două

părți se angajează să plătească și respectiv, să primească la o dată standardizată o sumă egală cu un multiplu standardizat al punctului indicelui bursier în cauză. Utilizarea acestor operațiuni este motivată prin necesitatea de acoperire într-o conjunctură marcată puternic de volatilitatea prețurilor activelor bursiere.

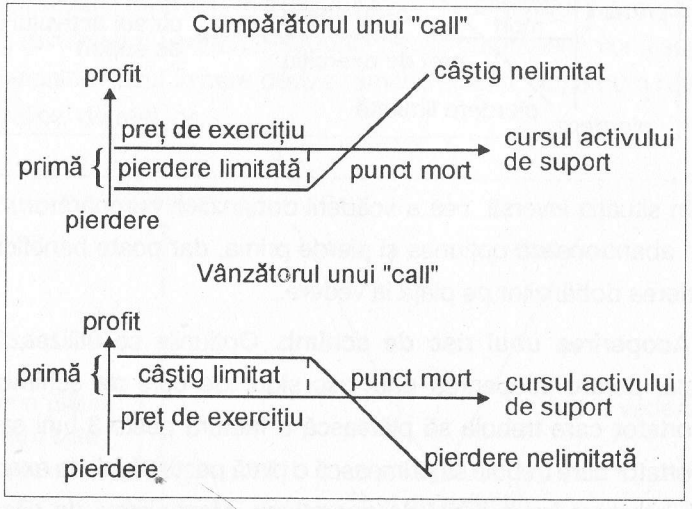
5.4. Acoperirea riscurilor prin opțiuni

Extinderea operațiunilor cu opțiuni negociabile se explică prin faptul că, în comparație cu "futures", acestea introduc elemente de flexibilitate în gestiunea acoperirii riscurilor. Operatorii reușesc, astfel, să se acopere contra unei evoluții nefavorabile, profitând, dacă este cazul, de evoluția favorabilă a pieței.

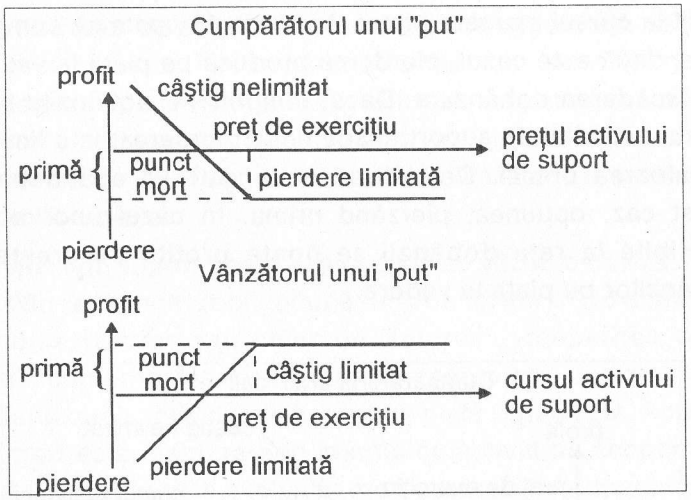
Activul de suport poate fi, așa cum am văzut, o deviză, dar și un titlu remunerat (obligațiune, bon de tezaur ...), o acțiune, un indice bursier sau chiar un "futures". Acoperirea prin opțiuni menține, însă, un risc de necorelare, rezultat din standardizarea activului de suport pe piața organizată. Activul de suport este, deci, rareori identic cu activul de acoperit și prețul fiecăruia poate evolua în mod necorelat. Acoperirea va fi atunci imperfectă. Spre deosebire de piața la termen, acoperirea prin opțiuni crează posibilități suplimentare de câștig, în cazul unei evoluții favorabile a activului de suport. În același timp, opțiunile pot fi utilizate în scopuri exclusiv speculative. Oricare ar fi activul de suport, tehnicile de acoperire sunt aceleași. În cazul riscului de dobândă, activul poate fi un titlu financiar cu venit fix sau un "future" de dobândă; pentru riscul de curs de schimb, activul este o deviză sau un contract la termen asupra devizelor; în cazul riscului bursier activul va fi o acțiune, un indice sau un "future" bursier.

Vom analiza, în continuare, tehnica acoperirii riscurilor de dobândă și de curs de schimb, mecanismul fiind identic pentru celelalte categorii de riscuri.

Opțiunea de cumpărare (call). Cumpărarea unui "call" poate asigura garantarea unei dobânzi minime pentru împrumutul în cauză. În situația scăderii dobânzilor, cursul activului de suport crește, iar potențialul de câștig devine nelimitat. Cumpărătorul își exercită opțiunea, cumpărând activul de suport la prețul de exercițiu, pentru a-l revinde cu profit la cursul sau rata pieței. Acest profit poate să compenseze, dacă este cazul, pierderea produsă pe piața la vedere, prin scăderea dobânzilor. Dacă, dimpotrivă, dobânzile urcă, cursul activului de suport scade, însă pierderea este limitată la valoarea primei. Deținătorul unui "call" va abandona, în acest caz, opțiunea, pierzând prima. În cazul unor active sensibile la rata dobânzii se poate profita de creșterea dobânzilor pe piața la vedere.



Opţiunea de vânzare (cumpărarea unui "put"). Şi în acest caz, operaţiunea poate permite asigurarea unei dobânzi minime pentru împrumutul în cauză. Dacă dobânzile urcă, cursul activului de suport scade, iar potenţialul de câştig devine nelimitat. Cumpărătorul exercită opţiunea, vânzând activul de suport la preţul de exerciţiu crescut, pentru a-l recumpăra cu profit, la cursul sau rata pieţei. Acest câştig poate compensa, dacă este cazul, pierderea generată de creşterea dobânzilor pe piaţa la vedere.



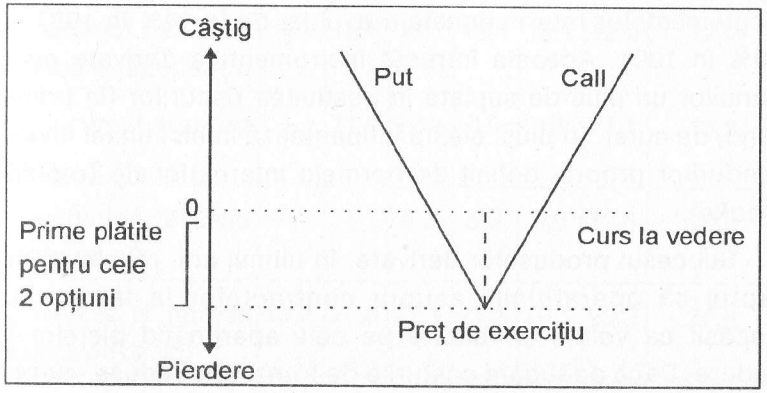
În situaţia inversă, cea a scăderii dobânzilor, cumpărătorul unui "put" abandonează opţiunea şi pierde prima, dar poate beneficia de scăderea dobânzilor pe piaţa la vedere.

Acoperirea unui risc de schimb. Opţiunile se utilizează, de regulă, pentru acoperirea unui risc sigur de curs de schimb. Un importator care trebuie să plătească o factură peste 3 luni sau un exportator care trebuie să primească o plată peste 6 luni, de exemplu, va fi interesat într-o astfel de operaţiune. Mecanismul de câştig şi pierderi este acelaşi ca şi în cazul riscului de dobândă.

Utilizarea opţiunilor devine deosebit de interesantă în cazul riscului de curs aleator, ca urmare a unor operaţiuni comerciale, cum sunt cererile de ofertă internaţionale. Spre deosebire de acoperirea pe piaţa la termen, opţiunea evită angajarea întreprinderilor în operaţiuni de schimb valutar, în cazul în care nu există siguranţa efectuării tranzacţiilor: dacă vânzarea nu se va realiza, costul asigurării contra riscului de schimb va fi limitat la prima vărsată prin cumpărarea opţiunii.

În ultimii ani, tehnica acoperirii riscurilor a lansat o serie de inovaţii financiare pe bază de opţiuni. Se pot cita ca exemplu opţiunea "primă zero sau cilindru", "cursul la termen cu procent fix" şi "stelajul" (straddle) pentru devize.

Tehnica "straddle" (stelajul) permite acoperirea în situaţii de volatilitate intensă, atât "à la hausse", cât şi "à la baisse". Astfel, exportatorul care doreşte să se acopere contra instabilităţii cursului de schimb este "cumpărător de straddle". Aceasta înseamnă că va dobândi, în acelaşi timp şi la acelaşi preţ de exerciţiu, "un call şi un put". Dacă deviza se apreciază îşi va exercita opţiunea "call" (sau "put", în situaţia inversă). În ambele cazuri, exportatorul încasează un câştig (diminuat cu prima). Pierderile (egale cu primele) vor fi suportate numai în cazul în care deviza rămâne stabilă, după cum rezultă din graficul de mai jos:



În situația inversă, un vânzător de "straddle" anticipează stabilitatea cursurilor.

Aceste strategii presupun o serie de variante inventate pentru a răspunde, cât mai îndeaproape posibil, motivațiilor operatorilor (profituri sau siguranță), în funcție de anticipări (creștere/scădere; volatilitate/stabilitate).

5.5. Evoluția spectaculoasă a piețelor produselor derivate

În ultimii douăzeci de ani, piețele instrumentelor derivate cunosc o dezvoltare continuă, însoțită de o sofisticare crescândă a produselor. Această tendință se explică prin instabilitatea variabilelor economice (rata dobânzii, curs de schimb, indici bursieri), ceea ce a determinat recurgerea la instrumente concepute pentru o gestionare mai bună a riscurilor, tot mai evidente. În același timp, evoluția tehnicilor de informare și negociere a făcut să crească potențialul piețelor internaționale organizate.

Succesul acestor instrumente se explică și prin implicarea crescândă a băncilor. Astfel, raportul poziții deschise asupra contractelor la termen (futures) în eurodolari/deținere de active interbancare în dolari ale băncilor declarante la Banca Reglementelor Internaționale a evoluat de la 14% în 1987, la 40% în 1991. Aceasta întrucât instrumentele derivate oferă băncilor un plus de suplețe în gestiunea riscurilor (în primul rând, de curs). În plus, ele nu influențează în nici un fel nivelul fondurilor proprii, definit de normele internaționale (regulile Cooke).

Succesul produselor derivate, în ultimii ani, rezultă și din faptul că operațiunile asupra contractelor la termen au depășit ca volum și valoare pe cele aparținând piețelor la vedere. Dacă adăugăm costurile de tranzacție reduse, efectul

de bumerang și o mai bună lichiditate, ne putem explica mai ușor această situație. Adevărata expansiune începe după anul 1985, ca urmare a deschiderii de noi piețe și lansării unor noi tipuri de contracte, după cum rezultă din tabelul care urmează:

Contractele de produse derivate (în miliarde dolari SUA)

	Volumul anual al contractelor						Poziții descoperite nete
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
Contracte la termen asupra dobânzilor pe termen scurt	16,4	29,4	33,7	70,2	75,8	84,4	1907,5
- din care eurodolari - 3 luni - (1)	12,4	23,7	25,2	46,8	39,4	41,7	1100,5
Contracte la termen asupra dobânzilor pe termen lung, din care:	74,6	116	122	130	143	149	250,7
- obligațiuni ale Trezaurului SUA (2)	54,1	68,4	73,8	72,8	78,2	69,9	29,8
- împrumut pe 10 ani al statului japonez (3)	9,4	18,4	18,8	19,1	16,1	12,9	12,2
- împrumut francez (4)	–	11,9	12,4	15	16	21,1	11,2
- obligațiuni de stat germane (5)	–	–	0,3	5,3	9,6	12,4	20,2
Contracte la termen asupra devizelor	19,7	20,8	22,1	27,5	29,1	29,2	27,8

	Volumul anual al contractelor						Poziții descoperite nete
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
Total contracte la termen (I)	111	166	178	228	248	267	2176
Opțiuni asupra dobânzilor și opțiuni asupra contractelor la termen de dobânzi	29,2	29,3	30,5	39,5	52	50,8	1072,4
Opțiuni în devize și opțiuni de contracte la termen în devize	13	18,2	18,2	20,7	18,8	21,5	59,4
Total opțiuni (II)	35,2	47,5	48,7	60,2	70,8	72,3	1131,8
TOTAL (I + II) din care:	146	214	227	288	288	309	3607,8
– SUA	123	162	166	199	199	200	20004,3
– Europa	9,8	27,2	32,6	32,6	49	84,2	680,2
– Japonia	9,4	18,3	18,8	18,8	23,6	30	390,5

(1) negociat pe MCE, SIMEX, LIFFE, TIFFE și SFE

(2) negociat pe CBOT, LIFFE, MIDAM, NYFFE și TSE

(3) negociat pe TSE, LIFFE și CBOT

(4) negociat pe MATIF

(5) negociat pe LIFFE și DTB

Sursa: Jean-Marc Siröen - Finances internationales, Armand Colin, Paris, 1993, p.175

Această creștere a volumului operațiunilor se explică prin perfecționarea tehnicilor și apariția de noi variante futures și opțiuni tranzacționate pe noi piețe.

5.5.1. Piețele "futures"

Primul contract la termen asupra ratei dobânzii a fost lansat la **Chicago Board of Trade** (CBOT) în octombrie 1975 și avea ca obiect titlurile GNMA (Government National Mortgage Association), însoțite de o garanție ipotecară. Ulterior, CBOT a lansat serii de contracte, în prezent negociate pe mai multe piețe:

- contracte de dobânzi pe termen lung asupra obligațiunilor de tezaur americane, pe 15 ani (1977);

- contracte de dobânzi pe termen scurt, respectiv bonuri de tezaur americane la 90 de zile, în 1976;

- bilete de trezorerie la 90 de zile, în 1977 și la 30 de zile, în 1979;

- certificate de depozit interne la 90 de zile, în 1981 și la 30 de zile, în 1989 ș.a.

Tot la CBOT au fost lansate primele contracte asupra indicilor: indice de obligațiuni municipale (1985), indice de obligațiuni ale sectorului public (1987).

Chicago Mercantile Exchange (CME) a devenit, în prezent, o piață de "futures" foarte activă. Primul contract, lansat în 1978, avea ca obiect bonurile de tezaur americane cu scadența de 1 an. CME este, de fapt, bursa care a lansat primul contract la termen asupra eurodevizelor, în 1981 (contract asupra depozitelor în eurodolari la 90 de zile) negociat în prezent și la Singapore, Londra și Tokyo.

Contractele lansate în cadrul burselor de comerț, așa cum am arătat în prima parte a acestui capitol, nu au înregistrat succesul scontat. Chicago continuă să rămână prima piață "futures" din SUA și din lume: CBOT și CME realizează împreună două treimi din volumul total al tranzacțiilor mondiale pe piețele la termen.

A doua mare piață de "futures" pentru devize este **LIFFE** (London International Financial Futures Exchange), pe care se negociază în prezent contractele: liră sterlină/USD, USD/DEM, CHF/USD și YEN/USD. Înființată în 1982, piața LIFFE a fost, alături de Sydney (1979) și Toronto (1980), printre primele piețe "futures" create în afara SUA. În prezent, LIFFE este urmată îndeaproape de **MATIF** (Marché International de France), creată în 1986.

Celelalte piețe derivate europene sunt foarte recente și mult rămase în urmă. Astfel, **DTB** (Deutsche Terminbörse), înființată la Frankfurt în 1990, tranzacționează un "futures" de dobânzi și unul de indice bursier. **BELFOX** (piața belgiană de futures și opțiuni), **FUTOP** (daneză), **IFOX** (irlandeză), **MEFF** și **MOFEX** (spaniole) ocupă un loc marginal.

În schimb, piețele la termen din Asia sunt în plină expansiune. Putem cita, ca reprezentative: **TIFFE** (Tokyo International Financial Futures Exchange), **SIMEX** (Singapore International Monetary Market), înființată în 1986.

5.5.2. Piețele de opțiuni

Cea mai veche piață modernă de opțiuni este piața olandeză **EOE** (European Options Exchange), din anul 1978, pe care se pot realiza toate tipurile de opțiuni (acțiuni, dobânzi, indici, devize ...).

Chicago reprezintă și de această dată unul din primele centre în care s-au dezvoltat operațiuni cu opțiuni, la **CBOE** (Chicago Board of Exchange), înființată în 1982, în cadrul CBOT. Aici au fost lansate primele opțiuni asupra dobânzilor la termen. **CME** a lansat, la rândul său, în 1985, prima piață de opțiuni asupra dobânzilor pe termen scurt (contractul la termen asupra eurodolarilor la 3 luni). În Europa, funcționează din 1978 și **LTOM** (London Traded Options

Market). Demarajul a fost lent, adevărata expansiune începând după 1985, îndeosebi prin opțiuni asupra acțiunilor și indicilor. În 1991, LTOM a fuzionat cu LIFFE. Majoritatea burselor europene (DTB, BELFOX etc.) presupun o bursă unică pentru futures și opțiuni. În Franța, se păstrează încă (1993) două piețe distincte: MATIF, pe care se negociază opțiuni asupra "futures" și **MONEP** (Marché des options négociables de Paris), creată în 1987, unde se tranzacționează opțiuni asupra acțiunilor și indicilor bursieri (CAC 40).

5.5.3. Perspective ale evoluției piețelor derivate

Analiza situației din ultimii ani relevă o serie de **succese inegale**. Astfel, compartimentul termen lung de contracte de dobânzi asupra titlurilor germane, italiene și ECU a înregistrat, recent, succese importante, comparativ cu echivalentele americane.

Pe piața termenului scurt, contractul asupra depozitului în eurodolari - 3 luni continuă să fie dominant; aceasta în condițiile creșterii activității asupra contractelor eurosterling, euroyen, euromark sau PIBOR. Acest contract este cotat pe 4 piețe: CME, LIFFE, TIFFE și SIMEX. Principala motivație a succesului său constă în relația strânsă cu o serie de instrumente financiare pe piețele la vedere (certificate de depozit, euroefecte ...) și cu celelalte piețe derivate. În schimb, reducerea operațiunilor "futures" asupra bonurilor de tezaur americane se explică prin instabilitatea crescândă în ultimii ani a relației între dobânzile acestor titluri și cele ale altor instrumente financiare.

O serie de alți factori pot explica eșecul sau declinul unor asemenea contracte: o mare similitudine cu instrumente deja existente, lichiditatea insuficientă, modalitățile de livrare a activului adiacent. În schimb, reglementările la vedere, în cazul "eurodolari" sau "indici", au contribuit la succesul acestora.

Informatizarea crescândă a piețelor financiare se regăsește, în primul rând, pe piețele derivate organizate. Evenimentul cel mai important îl constituie lansarea sistemului GLOBEX în iunie 1992. Acesta este o piață electronică de futures și opțiuni, creată simultan de CBOT și CME (Chicago) care permite operatorilor din lumea întreagă să efectueze tranzacții cu instrumentele financiare la termen negociate la Chicago. Funcționând și în afara orelor de program, sistemul asigură o cvasicontinuitate a tranzacțiilor. Practica mai veche a "strigării", dominantă la Chicago, a fost astfel înlocuită prin sistemul de "market makers".

Automatizarea tranzacțiilor înseamnă, în primul rând, "globalizare" dar și o concurență crescândă între diferitele piețe. Astfel ponderea piețelor americane scade, de la aproximativ 75% în 1987, la mai puțin de 60% în 1991.

Piața LIFFE, timidă la început, cunoaște în ultimii ani o dezvoltare susținută, datorită faptului că este prima bursă care oferă contracte asupra obligațiunilor de stat străine (în principal japoneze și germane). Pe plan european, concurența între LIFFE, MATIF și DTB devinde tot mai dură, existând și o tendință de specializare. Pentru a contracara acțiunile LIFFE, MATIF și DTB au încheiat în 1993 un acord de cooperare, operatorii din Franța și Germania putând, astfel, interveni pe ambele piețe, sistemul electronic perfecționat al DTB urmând a fi pus și la dispoziția pieței franceze. Concurența se dovedește, astfel, a fi stimulantă,

favorizând deschiderea, îmbunătățirea concepției asupra contractelor și creșterea lichidității produselor derivate sau activelor adiacente.

Cu toate acestea, există și o serie de efecte negative, generate de concurență [3], care determină autoritățile bursiere să coopereze, îndeosebi în domeniul procedurilor de compensație (clearing). Un asemenea acord există, în prezent, între CME, LIFFE și SIMEX, pentru a-i scuti pe operatori de a depune de două ori depozite de garanție.

---

3 reducerea marjelor, suprimarea limitelor maxime de fluctuație, absența transparenței și o proastă tarificare a contractelor. Compartimentarea accentuată și multiplicarea contractelor pot fi în dauna lichidității.

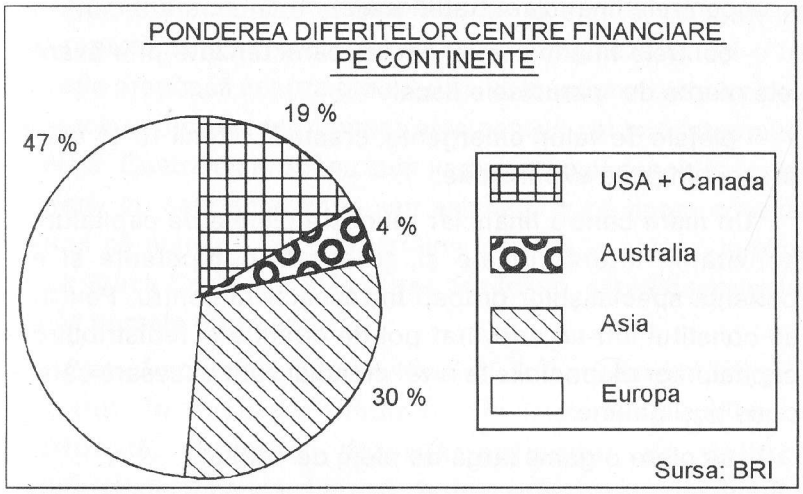
CAPITOLUL VI

MARI CENTRE FINANCIARE INTERNAȚIONALE

6.1. Caracteristicile marilor centre financiare internaționale; importanța acestora pentru economia țărilor în care sunt localizate

Centrele financiare internaționale, adevărate plăci turnante în funcționarea piețelor de capital joacă un rol deosebit de important pentru economia țărilor în care sunt localizate. Centrele reunesc competențe financiare, specialiștii ce intervin pe piețele eurodevizelor, eurocreditelor, euroobligațiunilor, cei ce activează pe piața de schimb valutar sau în domeniul proiectelor de investiții internaționale. Câteva date sunt suficiente pentru a demonstra importanța unui asemenea centru pentru economia țării gazdă. Dacă avem în vedere exemplul City, în 1987 contribuția centrului financiar Londra la asigurarea echilibrului balanței de plăți britanice a depășit 1.700 milioane lire sterline. În prezent, 35% din veniturile nete invizibile, realizate de sectorul privat britanic, provin de pe piața financiară Londra.

Ceea ce este valabil pentru Londra, este valabil și pentru New York, Chicago, Zürich, Frankfurt, Paris și multe altele, impactul economic al acestor centre fiind în continuă creștere. Peste tot în lume, importanța piețelor de valori este tot mai mare. Țările în dezvoltare și cele în tranziție au creat recent asemenea piețe, care pe măsură ce progresează reformele economice și instituționale, atrag investitori internaționali. O serie de articole și studii recente [1] ajung la o concluzie interesantă și anume: în anii 1992-1993, piețele bursiere cele mai performante nu au fost cele din SUA, Japonia sau Germania. Piețele financiare din Turcia, Brazilia, Indonezia, Hong Kong, Singapore, Filipine au obținut cele mai bune rezultate. Aceste piețe, create în deceniul trecut, au devenit tot mai active: tipurile și volumul de titluri sunt în creștere, iar politicile macroeconomice adoptate de guvernele țărilor în cauză sunt tot mai stabile. În același timp, cadrul legislativ devine mai suplu, facilitând accesul investitorilor la informație.



Dacă avem în vedere momentul apariției și dezvoltării unui centru financiar, putem distinge următoarele categorii:

1 Finance and development - sept. 1993 sau Problèmes économiques no.2371 din 13 aprilie 1994.

- centrele financiare tradiționale;

- centrele financiare off-shore, caracterizate prin avantajele oferite de "paradisele fiscale";

- pieţele de valori emergente, create în ultimii 10-15 ani, în prezent în plină expansiune.

Un mare centru financiar reuneşte pieţele de capitaluri şi activităţile internaţionale şi, totodată, competenţa şi experienţa specialiştilor grupaţi în respectivul centru. Pentru a se constitui într-un adevărat pol de atracţie şi redistribuire a capitalurilor disponibile la nivel mondial sunt necesare câteva condiţii şi anume:

- să ofere o gamă largă de pieţe de capital;

- să reunească activităţi financiar-bancare internaţionale;

- să reunească o serie de activităţi financiare periferice.

6.1.1. O gamă largă de pieţe de capital

Un centru financiar internaţional este, în primul rând, o piaţă internaţională capabilă să satisfacă necesităţile întreprinderilor în materie de capitaluri pe termen lung. Un asemenea centru trebuie să reunească, deci, o serie de instituţii care răspund obiectivelor investitorilor şi solicitanţilor de credite.

Piaţa titlurilor financiare pe termen lung

Deschiderea pieţei financiare pentru nerezidenţi şi operatorii internaţionali reprezintă condiţia primordială pentru asigurarea dezvoltării unui asemenea centru. Pentru titlurile financiare pe termen lung, există două tipuri de centre internaţionale. Unele, ca de exemplu bursa din Luxemburg, sunt simple centre de înregistrare. Altele, precum Londra, Frankfurt, Amsterdam, Zürich sunt adevărate pieţe de colectare şi redistribuire de capitaluri la scară internaţională.

Numărul acţiunilor străine înscrise la cotare, cu toate că nu reprezintă un criteriu satisfăcător, furnizează totuşi o indicaţie preţioasă asupra gradului de internaţionalizare a pieţei financiare. În prezent, Londra este centrul cel mai internaţionalizat. Centrele europene sunt în general mai deschise, comparativ cu cele americane sau asiatice, dacă ţinem cont de faptul că numărul valorilor străine înscrise la cotare, la New York Stock Exchange şi la bursa din Tokyo, este inferior celui de la bursele europene.

Piaţa franceză a titlurilor financiare pe termen lung şi-a pierdut, în decursul timpului, din importanţa sa internaţională. Aceasta, datorită opţiunilor de politică economică, timp de decenii, în favoarea protecţionismului financiar. Întârzierea în dezvoltarea economică acumulată de economia franceză în perioada interbelică, sistemul de protecţie socială şi de pensii, inflaţia şi dezvoltarea insuficientă a societăţilor de asigurări au contribuit, de asemenea, la această evoluţie. Cu toate că a pierdut din importanţă, Parisul nu poate fi considerat un centru financiar închis, mai ales în ceea ce priveşte compartimentul acţiunilor. Pentru o serie de acţiuni cotate simultan pe mai multe pieţe financiare, Parisul rămâne piaţa reprezentativă care dă tonul: este cazul marilor societăţi petroliere: Schlumberger, Petrofina, Norsk Hydro. Situaţia a fost mai puţin favorabilă în ceea ce priveşte obligaţiunile. Legislaţia fiscală şi alte reglementări întârzie prezenţa emitenţilor şi investitorilor străini pe piaţa primară şi secundară. În ultimii ani, guvernul francez a depus eforturi pentru a transforma Parisul într-un mare centru financiar internaţional, acţionând atât în direcţia dereglementării pieţelor financiare, cât şi prin modernizarea şi reforma bursei de valori.

Piața monetară și pieţele de capitaluri pe termen scurt

Orice piață financiară trebuie să includă o piață monetară activă, în cadrul căreia diferiții agenți bancari și financiari și întreprinderile, în mod direct sau indirect, își procură fonduri de proveniență națională sau străină și-n același timp, își plasează excedentele de care dispun. Această piață permite, în primul rând, băncilor să mobilizeze în permanență active financiare. Pentru a deveni o adevărată piață de capitaluri pe termen scurt, simpla funcție de finanțare trebuie depășită, prin prezența emisiunilor de titluri financiare diverse: bonuri de tezaur, bilete de trezorerie, certificate de depozit, acceptări bancare. Ca un complement al pieței monetare, este necesară prezența unei piețe ipotecare. În același timp, piața de schimb valutar trebuie să fie activă, atât la vedere, cât și la termen, pentru toate devizele utilizate în comerțul internațional.

Pieţele la termen pentru mărfuri

O serie de centre financiare au la origine o veche vocație comercială. Prezența piețelor de mărfuri accentuează internaționalizarea, lărgind evantaiul afacerilor și posibilităților de plasament.

Nu putem, însă, să dezvoltăm o piață financiară numai în baza piețelor de mărfuri la termen, cu toate că se constată că Londra, New York și Chicago dețin o gamă largă de piețe la termen, manifestând în permanență spirit novator, în sensul creării de alte noi piețe.

Noi pieţe pentru capitaluri

Aceste piețe noi reiau tehnicile piețelor la termen pentru mărfuri și le aplică pentru activele financiare: metale prețioase, titluri financiare cu venituri fixe, indici burseri și opțiuni negociabile. Asemenea piețe cunosc o dezvoltare

deosebită în Chicago, New York, Kansas City, Londra, Amsterdam, Hong Kong, Sidney, Singapore, Tokyo, Montreal, Vancouver.

6.1.2. Activități financiar-bancare internaționale

Un centru financiar este cu atât mai dezvoltat, cu cât sunt prezente mai multe bănci străine. Importanța Londrei se explică și prin prezența a circa 600 de bănci străine direct reprezentate în City. Avântul New York-ului, în ultimii ani, se datorează instalării numeroaselor instituții financiare neamericane. Băncile străine sunt reprezentate și la Paris, dar sunt mai puțin active decât la Londra sau New York, ceea ce se explică prin amploarea controalelor la care sunt supuse, mai ales în ceea ce privește intrarea pe piață și controlul rigid ulterior.

Înainte de 1960, faptul că o deviză nu era utilizată în comerțul internațional reprezenta un handicap inhibitor pentru dezvoltarea centrului financiar emitent al monedei respective. Avântul europieţelor, în anii '70, a contribuit la dezvoltarea mai multor centre financiare. Acestea au participat la finanțarea comerțului internațional prin intermediul depozitelor în devize, în principal în dolari, efectuate de nerezidenți remediind, astfel, faptul că moneda țării în cauză nu prezenta un caracter internațional deosebit. Londra a profitat cel mai mult de situație, devenind cel mai important centru mondial al eurodevizelor.

6.1.3. Activitățile periferice într-un centru financiar

Dezvoltarea activităților financiar-bancare și extinderea gamei de capitaluri sunt esențiale; aceasta nu înseamnă însă

că alte activități sunt lipsite de importanță în definirea unui centru financiar. În acest sens, pot fi menționate:

- actvitățile de asigurare; principalul avantaj al companiilor de asigurări constă în acumularea economiilor bănești necesare pe piețele de capital;

- activitățile de navlosire;

- operațiunile de comerț internațional;

- activitățile de curtaj;

- piața obligatară secundară: principalele instituții financiare participante sunt localizate la Londra; instalarea unor instituții specializate de market-makers performanți, care reprezintă forța de atracție a unui centru bine structurat;

- piața operelor de artă.

Asemenea activități, considerate drept auxiliare, presupun lărgirea gamei serviciilor oferite de centrul respectiv, prezența lor permițând calificarea de **centru internațional - placă turnantă a finanțelor.**

Condițiile necesare pentru dezvoltarea unui centru financiar sunt restabilirea libertății cursului de schimb și, respectiv, o legislație și procedeuri de control adecvate.

Tendința diferitelor guverne de a utiliza controlul asupra schimburilor valutare, ca primă linie de apărare (și, uneori, unica) pentru moneda națională reprezintă cel mai important obstacol în calea dezvoltării unui centru financiar. Cu toate acestea, un asemenea obstacol nu este de nedepășit, dacă ținem cont de faptul că Londra s-a dezvoltat între 1945-1979, în ciuda unui control foarte sever. Dezvoltarea Londrei ține, însă, de tradiție și de alte atuuri, de care nu dispun alte centre.

Evoluția cursului de schimb pe termen lung este determinată de evoluția inflației. Pentru menținerea cursului unei monede este necesar, în acest caz, controlul asupra schimbului valutar și o politică monetară adecvată. Creșterea ofertei de monedă trebuie adusă la un nivel care să permită inflației interne să fie identică cu cea a principalilor parteneri.

Liberalizarea schimbului valutar trebuie să permită rezidenților să dobândească, să dețină și să utilizeze devize, în orice scop: finanțarea activităților comerciale, operațiuni de plasament și investiții financiare, să vândă sau să împrumute cetățenilor străini, atât devize, cât și moneda națională.

Adaptarea legislației și procedeurilor de control este necesară, întrucât liberalismul nu trebuie înțeles prin politici laxiste de "laissez-faire, laissez-aller". Controlul trebuie să fie pragmatic, în pas cu realitatea și efectuat cu discernământ. Un fost guvernator al băncii Angliei spunea, în acest sens, că "sprâncenele guvernatorului sunt cel mai important instrument de control în City".

Dezvoltarea unui centru financiar presupune eforturi continue, susținute, ce se concretizează în mod lent, fiind necesari mai mulți ani pentru obținerea rezultatelor scontate. Prezența unui centru internațional presupune o serie de implicații financiare pozitive:

- concentrarea într-un singur loc a activităților și competențelor financiare oferă întreprinderilor și investitorilor servicii de cea mai bună calitate, sub forma reducerii costurilor de informare și de tranzacții, prin întărirea concurenței bancare și prin sprijinul adus dezvoltării internaționale;

- un asemenea centru crează locuri de muncă foarte atrăgătoare. La New York sectorul activităților financiare numără 400.000 de angajați, din care 150.000 sunt cuprinși în activitățile bancare. La Londra, băncile străine asigură circa 30.000 de locuri de muncă;

- un centru financiar este creator de venituri, reprezentând o sursă de intrări invizibile care ameliorează soldul balanțelor de plăți.

6.2. Centrele financiare internaționale mai importante

Londra și New York sunt, în prezent, centrele care oferă o gamă completă de servicii financiare. Celelalte centre sunt, fie mai specializate, fie mai puțin importante.

6.2.1. Centrul financiar Londra

Cartierul City din Londra este organizat în jurul a 6 mari instituții: Banca Angliei, Stock Exchange, piețele de materii prime, piețele la termen pentru instrumente financiare noi, piața valutară și piața eurodevizelor.

Banca Angliei exercită un control discret, dar eficient, asupra ansamblului de operațiuni financiare desfășurate în City. La începutul anului 1985 a luat ființă un nou organism - SIB - **Securities and Investment Board**. Membrii acestuia sunt numiți de către ministrul Comerțului și Industriei și guvernator. Obiectul activității îl constituie protejarea operatorilor ce intervin pe diferitele piețe financiare și bursiere londoneze. În 1986, Parlamentul britanic votează "Financial Services Act" (Legea serviciilor financiare) care întărește autoritatea SIB.

Bursa de valori londoneză, sub forma ei actuală, a luat naștere în 1973, prin gruparea a 6 burse din provincie în jurul London Stock Exchange. A treia piață ca mărime la nivel mondial, după New York și Tokyo și prima piață europeană, bursa londoneză desfășoară tranzacții în proporție de circa 20% cu acțiuni; majoritatea tranzacțiilor privesc titlurile obligatare emise de stat. Pe piață sunt cotate cu regularitate 2.800 de societăți, din care 500 sunt străine.

Piața valorilor mobiliare include, de asemenea, piața valorilor necotate - **Unlisted Securities Market**, rezervată societăților care nu doresc să aibă acces la cotarea oficială. Aceată piață, înființată în 1980, cunoaște, în prezent, o dezvoltare impresionantă.

London Stock Exchange, denumită din 1987 **International Stock Exchange**, s-a adaptat profundelor schimbări intervenite în sistemul financiar internațional. Reformele întreprinse au autorizat firmele de contrapartidă (**jobbers**) și curtaj (**brokers**) să-și deschidă capitalul, cedând investitorilor englezi sau străini o parte sau totalul acestuia. În al doilea rând, s-a permis societăților să devină membre ale Stock Exchange. Anterior, această posibilitate era rezervată doar persoanelor fizice. O serie de bănci și societăți de asigurare au putut deveni, astfel, membre ale bursei (Crèdit Suisse, Louis- Dreyfus, National Westminster, Hambros ș.a.). Marii curtieri americani și japonezi dețineau deja participări majoritare în cadrul firmelor de curtaj britanice, în scopul obținerii accesului direct la Stock Exchange.

Piețele de materii prime

Prezența marilor societăți de comerț internațional și piețe la termen, circa 20 la număr, conferă Londrei un rol primordial în comerțul cu mărfuri. **London FOX** (London Futures and Options Exchange) și **Baltic Futures Exchange**, grupează piețele la termen cu produse agricole: cacao, cafea, zahăr, orz, grâu, cartofi, oleaginoase, animale vii, dar și bursa de navluri (la Baltic Futures Exchange). Londra este, în același timp, o piață importantă pentru metale: **London Metal Exchange** fixează cursurile mondiale pentru curpu, plumb, zinc, argint, aluminiu, nichel. Tranzacțiile cu produse petroliere au loc la **International Petroleum Exchange**, atașată ulterior la London FOX.

Piețele de opțiuni și piețele la termen de instrumente financiare

Aceste piețe au cunoscut un succes deosebit în Statele Unite. La Londra au fost adaptate cu un succes ceva mai redus. În 1981, Banca Angliei își dă acordul asupra deschiderii piețelor la termen: **London International Financial Futures Exchange** (LIFFE), localizate la Royal Exchange și inaugurate oficial la 30 septembrie 1982.

La sfârșitul anului 1982, au fost deschise 4 piețe de contracte pentru devize, cotate în dolari americani, respectiv lire sterline, mărci, franci elvețieni și yeni. În 1986, LIFFE inaugura o piață la termen pentru dolari americani, cotată în mărci. Tranzacțiile s-au redus în ultimii ani, piața Londrei nereușind să se impună pentru acest gen de operațiuni.

În ceea ce privește titlurile financiare cu dobândă fixă, conducerea LIFFE a înființat trei piețe, în 1992. Contractele aveau drept suport depozitele în lire sterline la 90 de zile, depozitele în eurodolari la 3 luni și un împrumut în obligațiuni de stat. După un debut destul de greoi, volumul tranzacțiilor cunoaște, în prezent, o evoluție satisfăcătoare. Recent au fost introduse contracte noi, referitoare la obligațiunile de stat americane, britanice și japoneze.

La 1 mai 1984, a fost inaugurată piața la termen asupra indicelui bursier **Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100)**, elaborat în baza cursurilor primelor 100 societăți cotate la bursa de valori londoneză.

Piața opțiunilor asupra valorilor mobiliare, inaugurată în aprilie 1978, a întâmpinat la început, la rândul său, o serie de dificultăți. După 1985, tranzacțiile se dezvoltă puternic. Operațiuni cu opțiuni asupra devizelor, ratei dobânzilor sau indicelui FTSE 100 se realizează și pe **London Options Market**.

Piața eurodevizelor

Această piață s-a născut la Londra și a rămas și astăzi cea mai importantă. În decursul anilor au apărut și aici inovațiile financiare: eurocertificate de depozit, eurocommercial papers, eurocredite și operațiuni tot mai complexe.

Avântul pieței eurodevizelor se datorează, în primul rând, prezenței băncilor străine, dar și competenței dobândite în decursul anilor, în privința finanțărilor internaționale. La cele 600 de bănci străine, trebuie să adăugăm peste 200 instituții financiare britanice, care grupează marile bănci de depozit (Barclays, National Westminster, Lloyds, Midland), casele de scont, băncile comerciale etc.

Piața Londrei este specializată în emisiuni euroobligatare. Complexitatea operațiunilor de aceste gen necesită competențe ce nu pot fi găsite în altă parte.

Alte activități

Importanta concentrare bancară a determinat, desigur, o piață valutară puternică, atât la vedere, cât și la termen. Abolirea controlului asupra cursului de schimb, în 1979, a contribuit la întărirea rolului internațional al acestei piețe.

Londra este și cea mai importantă piață de asigurări și reasigurări: Lloyd's grupează 4.600 de brokeri. City își menține supremația, în ciuda eforturilor depuse în ultimii ani de piața asigurărilor din New York.

Totodată, ca o reminiscență a gloriei de odinioară, Londra rămâne și prima piață mondială a navlurilor, deținând și o parte importantă din piața transporturilor pe calea aerului. Activitățile de acest gen sunt grupate în proporție de peste 80% la Baltic Exchange.

Din întâmplare, desigur și principala piață secundară pentru opere de artă se află tot la Londra, în casele Christie's și Sotheby's !

6.2.2. Piața financiară New York

Datorită faptului că nu oferă întreaga gamă de servicii prezente la Londra, caracterul internațional al acestei piețe este mai puțin afirmat. New York este, în primul rând, o mare piață bancară: băncile străine reprezintă, în ultimii ani, cea mai importantă evoluție.

În al doilea rând, bursa de valori **New York Stock Exchange** este cea mai mare din lume, prin volumul tranzacțiilor zilnice, iar în ceea ce privește capitalizarea bursieră își dispută, în prezent, locul I cu bursa din Tokyo. Importanța dolarului și piețelor americane de capital au făcut din New York un mare centru de redistribuire a capitalurilor la scară planetară.

Piața valutară americană, din motive geografice și tehnice, nu este concentrată într-un singur centru; majoritatea tranzacțiilor se fac, însă, la New York. Piața valutară, chiar dacă nu a atins încă nivelul și competența celei de la Londra, este o piață relativ recentă (datează din 1975), dar în plină afirmare.

New York este o piață importantă și pentru o serie de materii prime: argint, aur, zahăr, cafea, cacao și țiței.

În domeniul produselor financiare noi, New York-ul se plasează pe locul II, inițiativa aparținând, de regulă, pieței din Chicago. Domeniul opțiunilor și piețelor la termen pentru indicii bursieri este reprezentat prin aportul deosebit al bursei **American Stock Exchange**, pentru opțiuni și **New York Futures Exchange**, pentru indici.

Asigurările, navlurile și alte activități periferice sunt mai puțin reprezentative.

6.2.3. Piața financiară Chicago

Chicago este marele centru promotor mondial pentru piețele la termen, opțiuni și burse de comerț.

În 1970 ia ființă **Chicago Board of Options Exchange**, alături de **Chicago Board of Trade** (CBOT), **Chicago Mercantile Exchange** (CME), **Mid America Commodity Exchange** (MACE), devenită în 1986 filială a CBOT. Primele burse citate asigură 75-80% din volumul activităților înregistrate pe piețele americane la termen și circa 60% din tranzacțiile mondiale de aceste gen. Piața cea mai performantă este cea a obligațiunilor de tezaur, media zilnică a tranzacțiile fiind de ordinul a 300.000 de contracte. CBOE, bursa de opțiuni asupra valorilor mobiliare, deține 65% din activitatea piețelor americane, prin negocierea contractului de opțiune **Standard and Poor 100.**

Această "industrie" a piețelor la termen și opțiunilor localizată la Chicago a început, totuși, să piardă teren în favoarea dezvoltării altor piețe americane, dar și noilor burse din Europa, Canada, Brazilia sau Extremul Orient. Bursele din Chicago răspund acestei concurențe prin capacitatea lor permanentă de inovare.

6.2.4. Centrele financiare elvețiene

Zürich, Basel, Geneva, Lausanne sunt centre bancare foarte importante în distribuirea capitalurilor și gestionarea marilor averi. Pentru emisiunile străine, cele 4 orașe elvețiene reprezintă prima piață mondială. Elveția este foarte specializată și în comerțul cu materii prime. Domeniul instrumentelor financiare la termen și-ndeosebi opțiunile au fost abordate cu întârziere, în 1988, prin înființarea unei burse foarte moderne: **Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX).**

Excesul de conservatorism, fiscalitate și prudență s-a constituit într-o piedică care explică competitivitatea mai redusă a pieților elvețiene din ultimii ani.

6.2.5. Piața financiară Luxemburg

La originea acestei piețe se află regimul fiscal instaurat în 1929, în favoarea societăților holding. Fără a fi considerată un paradis fiscal, în adevăratul înțeles al cuvântului, piața luxemburgheză a atras 120 de instituții financiare, în cea mai mare parte filiale ale marilor bănci occidentale sau din Europa de Est. Adevărata dezvoltare începe după 1960, prin avântul pieței eurodevizelor și euroobligațiunilor. Din motive fiscale, băncile germane nu intervin pe piața eurodevizelor de pe teritoriul național. Activitățile de aceste gen au fost transferate filialelor implantate în Luxemburg. După 1980, guvernul a încurajat implantarea societăților de asigurări și reasigurări, prin reglementări legislative incitante, îndeosebi în privința determinării venitului impozabil. Se preconizează, de asemenea, dezvoltarea pieței la termen pentru instrumente financiare noi.

6.2.6. Piața financiară Amsterdam

Fiind cea mai veche dintre pieţele europene, piața bursieră Amsterdam este cunoscută încă din secolul XVII (1611).

Forța acestui centru constă în soliditatea sistemului bancar olandez și gradul de liberalizare ridicat. Instituții bancare olandeze de prim rang, cum sunt **Algemene Bank Netherland** (ABN), **Amsterdam - Rotterdam Bank** (AMRO) și **Rabobank** (banca cooperatistă) operează alături de o serie de bănci străine, printre care **Banque de Paris et des Pays-Bas, BNP** și, mai recent, **Crèdit Lyonnais**. Băncile olandeze sunt renumite pentru activitățile lor internaționale. Pe istorica piață a valorilor mobiliare sunt cotate titluri aparținând firmelor Royal Dutsch Shell, Unilever, Philips, ABN, AMRO, Heineken ș.a.

European Options Exchange, deschisă în 1978, cunoaşte, în prezent, o evoluție plină de succes, prin opțiunile asupra valorilor mobiliare, în premieră - asupra dobânzii sau asupra indicilor bursieri. În asociere cu bursele din Montreal, Vancouver și Sydney se negociază opțiuni asupra aurului, argintului sau devizelor.

6.3. Pieţele bancare off-shore

Caracteristicile comune acestor piețe sunt următoarele:

- obligațiile băncilor cu privire la capitalul minim sunt reduse sau inexistente;

- taxele de licență sunt, de regulă, reduse;

- procedurile de intrare pe piață sunt simple;

- impozitele și prelevările asupra operațiunilor financiare efectuate în străinătate sunt reduse sau inexistente. Pe unele piețe se practică, totuși, impozitul pe beneficiu.

Principalele piețe bancare off-shore sunt următoarele: Anguilla, Antilele Olandeze, Bahamas, Bahrein, Barbados, Ins. Caiman, Costa Rica, Emiratele Arabe Unite, Guernesey, Hong Kong, Liban, Luxemburg, Ins. Man, Noile Hebride, Panama, Filipine, Saint- Vincent, Seychelles, Singapore.

Principalele avantaje constau în faptul că se beneficiază de cheltuielile de funcționare efectuate de bănci, de salariile mari plătite salariaților, iar în unele cazuri, taxele de licență și impozitele pe beneficii, chiar modeste, constituie o sursă de venituri.

Avantajele indirecte se rezumă la accesul autorităților locale la pieţele financiare internaționale, creşterea importanței

și eficienței sistemului financiar local și-n consecință, a competenței personalului local.

Principalele dificultăți și impedimente, legate de dezvoltarea unui centru financiar off-shore, pot fi sintetizate astfel:

- dezvoltarea unui centru financiar presupune o rețea de telecomunicații modernă, care este costisitoare;

- instituirea unor reglementări și a unui control minim presupun, la rândul lor, eforturi financiare;

- politica monetară locală trebuie sacrificată în favoarea liberalismului și deschiderii pieței de capital;

- evaziunea fiscală va deveni, ulterior, o caracteristică a întreprinderilor locale;

- concurența exercitată de marile bănci asupra instituțiilor financiare locale.

6.4. Piețele bursiere emergente

O piață de valori sănătoasă constituie, în orice țară din lume, garanția alocării eficiente a resurselor disponibile în economie, stimulându-se astfel eficiența unor sectoare rămase în urmă. Pentru ca noile piețe să funcționeze în bune condițiuni, țările în cauză trebuie să reformeze în profunzime sistemul financiar și piețele de capital.

Piețele bursiere emergente, create în cea mai mare parte în deceniul trecut, se înscriu în procesul de dezvoltare al multor țări, unele aspirând în prezent la statutul de centre internaționale. La început, acestea se caracterizau prin absența fluidității operațiunilor, prin eficiență scăzută și volatilitate intensă. În ultimii ani, aceste piețe devin tot mai active: volumul de titluri și tehnicile propuse sunt în creștere, politicile marcoeconomice adoptate de guverne sunt tot mai

stabile, sistemul de formalități mai suplu, facilitându-se, în același timp, accesul la informații.

În toate țările în dezvoltare au fost deschise piețe embrionare - în Vietnam, Ghana și Guyana - dar, îndeosebi, în țări ca Bulgaria, Cehia, Rusia, Ucraina, țările baltice. Pe măsură ce reformele financiare se consolidează și iau naștere instituțiile specifice economiei de piață, activitățile pe piețele de valori iau amploare, așa cum s-a observat în Mexic, în anul 1991 și în Republica Coreea, în anii 1992-1993. Reformele lansate în aceste țări și în economiile în tranziție au favorizat dezvoltarea piețelor bursiere, surse alternative de capital pentru oamenii de afaceri și întreprinderile de stat supuse privatizării. Cererea de capital este susținută îndeosebi de întreprinderile exportatoare dinamice și de transferul de tehnologie necesar procesului de restructurare. Combinarea acestor factori permite degajarea unor profituri semnificative. Accentul se pune tot mai mult pe procesul investițional, ocazionat de aceste noi oportunități, create prin lărgirea portofoliilor internaționale.

CAPITOLUL VII

FLUXURILE FINANCIARE ŞI BALANŢA DE PLĂŢI

Noţiunea de balanţă, lansată de mercantilişti în secolul al XVII- lea, reprezenta acel concept teoretic ce asigură relaţia între analiza economică la scară naţională şi schimburile cu străinătatea. Despre evoluţia acestui concept, de la simpla balanţă comercială mercantilistă, la J. Viner (1937) [1] ar fi multe de spus! Acesta prezenta **marea balanţă**, introdusă de Anglia, ce cuprindea, pe lângă importuri şi exporturi, "încasările provenite din navluri, cheltuielile militare, veniturile din pescuit şi, chiar şi fondurile provenite de la cetăţenii catolici stabiliţi la Roma; aceasta nu trebuie însă confundată cu masa plăţilor reciproce, respectiv simpla balanţă de comerţ...". Tot în 1937, A. Aftalion [2] propunea o **balanţă de conturi,** definită ca un tablou al creanţelor şi datoriilor rezultate din schimburile de mărfuri şi servicii în anul în cauză, dar şi cele din trecut, ce trebuiesc înscrise în tabelul anului respectiv (venituri provenite din capitalurile investite în străinătate, plata datoriilor scadente în cursul anului respectiv, dar contractate în anul anterior).

În zilele noastre, balanţa de plăţi a devenit un instrument care furnizează o multitudine de informaţii indispensabile analizei situaţiei economice în toate ţările. În ciuda aparenţei

1 J. Viner (1937) - "Studies in the Theory of International Trade", citat de R. Barre în "Economie Internationale", 1964

2 A. Aftalion (1937) - "L'équilibre des relations économiques internationales, Domat Montchrestien" - Paris

de simplitate ce decurge din formele sale rezumative, balanţa presupune o serie de dificultăţi de elaborare ce ţin de metodologie, structura întregului ansamblu şi utilizarea sa ca instrument de analiză. Din acest motiv, abia în a doua jumătate a secolului al XX-lea s-a reuşit construirea unei balanţe destul de imperfecte, de altfel, dar care să evidenţieze toate fluxurile economice-comerciale, financiare, monetare - între teritoriul naţional şi restul lumii. Unele mişcări - cum este de exemplu, migraţia forţei de muncă, - nu sunt luate în considerare.

Conform definiţiei de referinţă internaţională din "Balance of Payments Manuel", ed. a 4-a (1977), editat de FMI, aceasta reprezintă un **tablou statistic sub formă contabilă, care înregistrează sistematic ansamblul fluxurilor reale, financiare şi monetare intervenite între rezidenţii unei economii şi restul lumii, în cursul unei perioade, de regulă 1 an**. Definiţia impune o serie de precizări. În primul rând, sunt consideraţi **rezidenţi** agenţii naţionali sau străini, persoane fizice sau juridice care trăiesc şi desfăşoară activităţi, în mod obişnuit şi permanent, în cadrul unei ţări, inclusiv filialele şi sucursalele societăţilor străine; ambasadele, consulatele şi instituţiile internaţionale sunt exlcluse. În cazul invers, **nerezidenţii** reprezintă străinii, dar şi conaţionalii care trăiesc în mod obişnuit şi permanent în străinătate (inclusiv filialele şi sucursalele în străinătate ale firmelor naţionale, fără a cuprinde ambasadele şi consulatele naţionale în străinătate).

În al doilea rând, distingem trei mari categorii de fluxuri:

a) **Fluxurile reale** curpind schimburile de mărfuri şi servicii. Fluxurile de mărfuri reprezintă valoarea importurilor şi exporturilor. Diferenţa între cele două valori ne permite să stabilim balanţa comercială.

Din punct de vedere statistic, sunt posibile următoarele situaţii de înregistrare:

- data contabilizării poate fi cea a reglementării operaţiunilor de vânzare-cumpărare (balanţa în termeni de reglementare) sau cea a realizării operaţiunii (balanţa în termeni de tranzacţie - recomandată de FMI);

- modul de evaluare a mărfurilor poate fi cu includerea cheltuielilor de transport şi asigurare (valoarea CIF) sau valoarea FOB.

Balanţele care respectă modelul propus de FMI, transformă balanţele în termeni de reglementare monetară, stabilite după surse bancare, în balanţe în termeni de tranzacţie, pe baza informaţiilor vamale asupra datelor reale de efectuare a operaţiunilor comerciale. În statisticile vamale, importurile sunt înregistrate la valoarea CIF, iar exporturile la valoarea FOB. Pentru a le aduce la aceeaşi paritate, este necesară aplicarea unor coeficienţi de corecţie (5%) pentru a se obţine în ambele cazuri aceeaşi bază: FOB/FOB, serviciile de transport şi asigurare fiind înregistrate ulterior, în cadrul conturilor specializate.

b) **Fluxurile de servicii**, respectiv importurile şi exporturile de **invizibile** sunt contabilizate separat. O sticlă de vin franţuzesc, consumată în Marea Britanie, reprezintă un export de mărfuri; aceeaşi sticlă, consumată într-un restaurant pariazian de un turist englez, reprezintă "un serviciu" ce se va înregistra la rubrica "turism". Aceeaşi sticlă, consumată în acelaşi restaurant de un cetăţean britanic care este, însă, rezident francez, nu influenţează balanţa de plăţi.

Invizibilele mai cuprind serviciile legate de schimburile de tehnologie (brevete, lucrări de antrepriză, cooperare etc.), salarii, onorarii, călătorii. Dobânzile, dividendele şi alte venituri provenite din capitalul investit în străinătate sau vărsate în străinătate sunt considerate, de asemenea, drept servicii.

c) **Fluxurile financiare sau mişcările de capitaluri**

Conturile de capitaluri înregistrează fluxurile de active financiare (remunerarea lor este înregistrată, însă, la "invizibile"). Soldul reprezintă diferenţa între intrările şi ieşirile de capitaluri. Balanţele de plăţi fac distincţie între mişcările de capitaluri pe termen lung (peste 1 an) şi cele pe termen scurt.

Creanţele şi creditele comerciale - care pot fi pe termen lung sau scurt - constituie contrapartida financiară a operaţiunilor cu mărfuri, desemnate sub denumirea generică de operaţiuni de comerţ exterior.

Mişcările de capitaluri pe termen lung înregistrează fluxuri de active ce pot fi considerate autonome în raport cu operaţiunile comerciale:

- investiţiile directe realizate de firmele străine pe teritoriul naţional sau de cele naţionale în străinătate. Acestea ţin de prezenţa şi dezvoltarea firmelor transnaţionale;

- împrumuturile pe termen lung, primite sau acordate se referă la operaţiuni ce pot implica sectorul bancar oficial sau privat;

- investiţiile de portofoliu se referă la plasamentele în străinătate sau pe pieţele financiare naţionale, efectuate de nerezidenţi. Acestea pot fi cumpărări de obligaţiuni, bonuri de tezaur etc. Cumpărările de acţiuni pot fi, după caz, considerate drept investiţii directe, dacă se va putea influenţa activitatea societăţii în cauză sau ca o investiţie de portofoliu, dacă obiectivul plasamentului este doar financiar. Legislaţiile naţionale definesc praguri, limite pentru a sancţiona asemenea operaţiuni;

- mişcările de capital pe termen scurt nu sunt considerate "financiare" decât dacă implică sectorul nebancar privat.

Aceste capitaluri "private nebancare" pe termen scurt pot fi credite comerciale sau împrumuturi de altă factură.

d) **Fluxurile monetare**

Dematerializarea monedei face dificilă definirea acestora. Accepţiunea dată de balanţa de plăţi franceză este instituţională: se consideră **monetare** mişcările de capitaluri pe termen scurt (creanţe şi angajamente până la 1 an), care implică secotrul bancar şi sectorul oficial. Variaţiile rezervelor de aur şi devize (sau echivalent) ale băncilor centrale sunt înregistrate, de asemenea, ca fluxuri monetare.

7.1. Descompunerea balanţei de plăţi

Balanţa de plăţi este un document contabil de sinteză. La fel ca bilanţul sau contul de rezultate ale întreprinderilor, ea trebuie să fie, în mod necesar, **în echilibru**. Interpretarea sa impune scoaterea în evidenţă a unui număr de solduri considerate ca semnificative. Din punct de vedere contabil, balanţa de plăţi respectă principiul partidei duble. Orice operaţiune dă, astfel, naştere la două tipuri de înregistrări: "**în debit**" şi "**credit**" pentru sume totale identice. Bunurile de care dispune o naţiune (de consum sau de investiţii...) activele sale financiare (creanţe, obligaţiuni...), imobiliare, artistice etc. sau devizele sunt considerate **active**. Angajamentele faţă de străinătate (toate tipurile de datorii) reprezintă **pasivul**.

Înregistrările în debit reprezintă o creştere de activ sau o scădere de pasiv: importurile de bunuri, împrumut acordat străinătăţii (creanţă), creşterea rezervei de devize... . În mod simetric, înregistrările în credit înregistrează o creştere a pasivului sau o scădere de activ: exporturi, datorii în străinătate, scăderea rezervei în devize... .

Principiul partidei duble presupune ca fiecare operaţiune să aibă un dublu aspect: debitor şi creditor. Astfel, exporturile

de bunuri reprezintă o sărăcire "reală" a naţiunii, întrucât aceasta se priveză de mărfurile produse din propriile resurse (aspect creditor). În schimb, se va realiza creşterea activelor sale financiare (cazurile vânzărilor pe credit) sau monetare (vânzări de bani gheaţă), ceea ce constituie contrapartida debitoare a operaţiunii.

Înregistrarea contabilă în partidă dublă are o logică: în cursul perioadei contabile considerate (în general, 1 an) totalul sumelor debitate este, prin construcţie, riguros identic cu sumele creditate. Balanţa de plăţi este, astfel, în mod logic, mereu în echilibru.

Punerea în evidenţă a soldurilor poate urma o logică "în cascadă" (la fel ca şi soldurile intermediare în gestiunea privată). Unele ţări preferă, de regulă, punerea în evidenţă a soldurilor pentru fiecare categorie de conturi (conturi curente, conturi de capital).

Soldul balanţei comerciale indică diferenţa între exporturi şi importuri de bunuri. Persistenţa interpretării, nuanţării mercantile a făcut din **excedent** un indicator de **sănătate economică** şi gestiune riguroasă. Trebuie să remarcăm, totuşi, că acesta relevă, de asemenea, faptul că ţara în cauză utilizează pentru consum şi investiţii, mai puţine mărfuri decât produce.

Soldul balanţei tranzacţiilor curente adaugă la soldul balanţei comerciale pe cel al invizibilelor: servicii, transferuri unilaterale. Unele ţări includ un cont de ajustare statistică: **alte bunuri şi servicii**. O serie de analişti urilizează termenul de **balanţă a plăţilor curente**.

Soldul balanţei de bază - adaugă la soldul tranzacţiilor curente pe cel al mişcărilor de capitaluri pe termen lung. Un sold negativ reprezintă faptul că economia naţională trebuie să găsească o sursă de finanţare pe termen scurt.

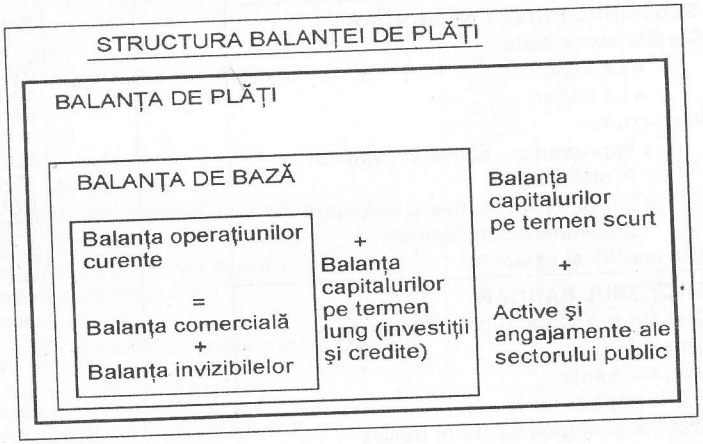
BALANŢA DE PLĂŢI - Clasificarea operaţiunilor

Titluri - Posturi - Rubrici	Balanţe			
I. TRANZACŢII CURENTE	BALANŢA COMERCIALĂ	BALANŢA TRANZACŢIILOR CURENTE I	BALANŢA DE BAZĂ I+II	BALANŢA GLOBALĂ SAU BALANŢA FLUXURILOR NEMONETARE (aceasta cuprinde şi postul IV = ajustări) I+II+II+IV
A. MĂRFURI 1. Exporturi şi importuri				
B. SERVICII 1. Cheltuieli auxiliare referitoare la mărfuri 2. Transporturi maritime 3. Alte transporturi 4. Asigurări 5. Lucrări importante - antrepriză, montaj 6. Cooperare tehnică 7. Prelucrări 8. Licenţe şi redevenţe 9. Servicii de gestiune 10. Dobânzi, dividende şi alte venituri provenite din capital 11. Salarii şi alte venituri provenite din muncă 12. Călătorii (turism) 13. Servicii diverse 14. Încasări şi cheltuieli guvernamentale				
C. ALTE BUNURI ŞI SERVICII				
D.TRANSFERURI UNILATERALE 1. Sectorul privat • Transferuri provenite din economiile celor ce lucrează în străinătate • Alte operaţiuni 2. Sectorul oficial				
II. CAPITALURI PE TERMEN LUNG				
A. CREDITE COMERCIALE 1. Credite la export • Credite cumpărător • Alte operaţiuni 2. Credite la import				
B. INVESTIŢII DIRECTE 1. Naţionale în străinătate 2. Străinătate pe teritoriul naţional				
C. ALTE INVESTIŢII				

D. ÎMPRUMUTURI 1. Sectorul nebancar privat 2. Sectorul bancar 3. Sectorul oficial		BALANŢA DE BAZĂ I+II	
E. INVESTIŢII DE PORTOFOLIU 1. Operaţiuni ale rezidenţilor asupra titlurilor străine 2. Operaţiuni ale nerezidenţilor asupra titlurilor autohtone			
III. CAPITALURI PE TERMEN SCURT			
A. SECTORUL PRIVAT NEBANCAR 1. Credite comerciale • La export • La import 2. Împrumuturi • Împrumuturi, active şi avansuri în străinătate • Împrumuturi, active şi avansuri provenite din străinătate 3. Alte credite şi eşalonări			BALANŢA GLOBALĂ SAU BALANŢA FLUXURILOR NEMONETARE (aceasta cuprinde şi postul IV = ajustări) I+II+III+IV
B. SECTORUL BANCAR 1. Creanţe şi angajamente în moneda naţională • Creanţe • Angajamente 2. Creanţe şi angajamente în devize • Creanţe • Angajamente			
C. SECTORUL OFICIAL 1. Active pe termen scurt şi la vedere • Rezerve oficiale • Creanţe asupra FMI • Drepturi speciale de tragere • Alte creanţe 2. Angajamente pe termen scurt şi la vedere • Faţă de FMI • Alocare de DST • Altele			

Soldul balanţei globale. La soldul precedent se adaugă cel al mişcărilor de capitaluri pe termen scurt "nemonetare". Acest sold se mai numeşte "flux nemonetar".

Poziţia monetară externă. Echilibrul balanţei se poate realiza prin luarea în considerare a mişcărilor băneşti. Varianţia poziţiei monetare externe presupune, deci, aceeaşi sumă ca şi soldul balanţei globale, dar cu semnul opus. Un semn negativ al variaţiei poziţiei monetare externe implică un sold excedentar al balanţei globale şi, deci, o ameliorare (în sensul mercantilist) a situaţiei ţării respective. În sens invers, un semn pozitiv indică o deteriorare.



7.2. Imperfecţiuni şi limite statistice ale balanţelor de plăţi

Funcţia cea mai importantă a statisticilor din balanţa de plăţi - cea informativă - este limitată, întrucât acest tablou de sinteză implică, prin definiţie, o pierdere de informaţii. Pe de altă parte, armonizarea imperfectă a contabilităţii naţionale, erorile şi omisiunile nu ne permit să garantăm fiabilitatea totală a acestor date.

Balanţa de plăţi este, în primul rând, o evidenţă contabilă în termeni de flux, întrucât nu înregistrează decât variaţiile observate în cursul unei anumite perioade de timp. Dacă, de exemplu, putem vedea într-o balanţă o reducere a datoriei

externe, valoarea sa globală nu este indicată. Aceasta deoarece metoda se confruntă cu o serie de probleme tehnice, ce ţin de convenţii statistice, mod de evaluare, valoarea de înlocuire, valoarea de piaţă.

În mod logic, balanţa trebuie să fie în echilibru. În realitate, însă, confruntarea diferitelor solduri provenite din surse de informare diferite, face să apară diferenţieri. Contul de **erori şi omisiuni** are drept scop readucerea balanţei la starea de echilibru. Problemele statistice apar şi în situaţia în care anumite operaţiuni nu sunt complet înregistrate. De exemplu, un cadou nedeclarat, trimis prin poştă unui prieten în străinătate, nu va fi înregistrat în nici un cont al balanţei de plăţi. Dacă, însă, persoana din străinătate îl va rambursa pe expeditor, apare fluxul monetar, ce se va înregistra fără să aibă contrapartida corespunzătoare în balanţa comercială.

Asemenea diferenţe nu sunt deloc neglijabile. În cazul Marii Britanii, au fost ani când reprezentau aproximativ 25 miliarde dolari, după cum rezultă din tabelul de mai jos:

Erori şi omisiuni în unele ţări (în miliarde dolari)

	1985	1986	1987	1988	1989
SUA	19,7	15,8	7,6	- 8,4	22,6
Japonia	3,8	2,5	- 3,7	3,1	- 14,2
Germania	3,1	2,0	0,3	2,4	2,3
Marea Britanie	6,9	20,1	12,5	16,9	24,5

Surse: FMI şi P.Turner, "Capital flows in the 1980s : a survey of major trends", BIS Economic Papers, no.30, April, 1991

CAPITOLUL VIII

INFLUENȚA EVOLUȚIILOR MACROECONOMICE ASUPRA CURSULUI DE SCHIMB

Determinanții fundamentali ai cursului de schimb și echilibrul pe piața valutară fac obiectul unor interpretări diferite, cărora le este consacrată o vastă literatură de specialitate. Studiul acestor factori de influență a cursului devizelor a făcut apel, în primul rând, la teoriile economice existente, bazate pe ideea de echilibru [1]. Toate aceste teorii pornesc de la același numitor comun: cursul de schimb al unei devize, ca și prețul oricărui bun economic este determinat prin legea cererii și ofertei. Realitatea economică a zilelor noastre fiind mult mai complexă, apar o serie de complicații. Aceasta întrucât legea cererii și a ofertei determină doar în mod generic formarea cursului de schimb. O serie de factori economici și financiari își pun, în prezent, amprenta asupra formării și evoluției cursului valutar, cei mai importanți fiind rata inflației, soldul balanței de plăți și nivelul relativ al dobânzilor.

Ceerea și oferta de devize pe piață valutară reprezintă, în primul rând, rezultanta activităților de export-import de bunuri și servicii. La acestea se adaugă cererea și oferta alimentată de mișcările de capitaluri, pe termen lung sau cele de origine speculativă. Toate mișcările monetare ce țin de relațiile cu

1 A se vedea: Ch. Montesquieu, L'ésprit des lois (1748), D. Hume și D. Ricardo și principiul "price - specie - flow", Adam Smith și "mâna invizibilă a concurenței"

străinătatea (export-import, credite, investiții, fluxuri monetare propriu-zise) exercită influențe asupra formării cursului de schimb și se regăsesc în balanța de plăți. Aceasta prezintă tabloul statistic, la intervale de timp regulate, al fluxurilor reale, financiare și monetare, dintr-o economie către exterior.

8.1. Rata inflației și cursul de schimb

Pe termen mediu și lung, cursul de schimb al unei monede este determinat de rata inflației din țara respectivă. Mai precis, variațiile de curs între două devize A și B, depind de diferența existentă între ratele inflației în economia țărilor A și B. Această concluzie are la bază teoria parității puterii de cumpărare, supusă unor verificări teoretice în decursul timpului de "generații de economiști" de prestigiu. Teoria P.P.C., foarte veche, revine în actualitate odată cu regimul cursurilor flotante [2], fiind în prezent reexaminată și verificată, în contextul unei economii internaționale, dominată puternic de mișcările de capital.

Numeroasele studii empirice ce i-au fost consacrate ne determină să o interpretăm cu o oarecare prudență. Verificările întreprinse depind de situația economică a țărilor luate în studiu. Astfel, ipoteza parității puterii de cumpărare se

2 În istoria gândirii economice, teoria P.P.C. este în mod constant "uitată", în perioadele de stabilitate monetară (înainte de 1914) și "dezgropată", în perioadele de instabilitate și inconvertibilitate (războaiele napoleoniene, primul război mondial, anii '70). Keynes însuși, în lucrarea "Tract on monetary reform" remarcă în 1923 că în anii postbelici teoria P.P.C. a funcționat destul de bine! În aceeași lucrare, Keynes fundamentează din punct de vedere teoretic, pentru prima oară în mod sistematic, "teoria parității ratei dobânzii"

verifică îndeosebi în cazul țărilor industrializate, cu structuri economice și niveluri de dezvoltare apropiate sau identice.

Teoria parității puterii de cumpărare explică evoluția cursului de schimb pe termen mediu și lung, fiind, însă, infirmată pe termen scurt. Printre numeroasele observații critice aduse, sunt de reținut câteva aspecte mai importante.

1. Teoria parității puterii de cumpărare se bazează pe evoluția balanței curente, care este influențată de variațiile prețurilor mărfurilor și serviciilor din diferite țări. Balanța operațiunilor curente nu reprezintă, însă, decât o parte din structura balanței de plăți, celelalte posturi și componente ale sale pot exercita, la rândul lor, influențe asupra cursului de schimb. De exemplu, puterea de cumpărare a monedei naționale poate să scadă, dacă un flux de investiții pe termen lung vine să compenseze deficitul rezultat din operațiunile curente. Teoria parității puterilor de cumpărare nu ia în considerare operațiunile cu active financiare.

2. Teoria parității puterii de cumpărare nu ține cont de faptul că o deviză poate deveni monedă vehiculară, respectiv instrument de plată și transfer utilizat de terțe țări. În acest caz, evoluția valorii sale se determină și în baza unor considerente ce nu mai au nici o legătură cu rata inflației din țara căreia îi aparține moneda în cauză. Acest fenomen explică în parte fluctuațiile dolarului sau mărcii pe piața internațională.

3. Verificarea empirică a teoriei este foarte sensibilă la indicii de preț luați în calcul. Se utilizează, de regulă, indicele general al prețurilor de consum. Indicii generali cuprind adeseori bunuri și servicii care nu fac obiectul schimburilor internaționale; în plus, introduc abateri ce țin de diferențele de productivitate și inflație, existente între sectoarele unei economii. Se poate forma, astfel, o imagine falsă asupra competitivității externe a unor țări. Recurgerea la indicii specifici

produselor manufacturate devine, astfel, preferabilă, întrucât aceștia sunt mai bine corelați cu evoluția cursului de schimb.

4. Verificarea empirică a teoriei parității puterilor de cumpărare este foarte sensibilă la perioada de referință avută în vedere. Teoretic, este de dorit să fie luată în considerare o perioadă de echilibru. În realitate, niciodată nu putem fi siguri asupra cursului de schimb ales ca bază de plecare: acesta poate fi subevaluat sau supraevaluat, ceea ce va modifica cu certitudine rezultatele. Concluziile verificărilor empirice sunt influențate și de natura regimului de schimb în vigoare, în cursul perioadei alese pentru observație. Concluziile variază, totodată, în funcție de regimul de cursuri fixe sau flotante și intervalul de observație ales: luna, trimestrul sau anul.

8.2. Dobânda și cursul de schimb

Înțelegerea și previzionarea evoluției cursurilor de schimb pe piața monetară internațională este strict legată de urmărirea ratei dobânzilor - variațiile acestora se repercutează imediat asupra cursului monedelor. Influențele ratelor dobânzilor explică îndeosebi evoluția cursurilor de schimb la vedere. Dacă teoria parității puterilor de cumpărare se constituie într-o explicație satisfăcătoare a evoluției pe termen mediu și lung a cursului de schimb, pe termen scurt s-au constatat, frecvent, deviații temporare, fluctuațiile dobânzilor reprezentând cauza principală a acestor deviații. Impactul dobânzilor asupra cursului de schimb la vedere se asociază, deci, influenței exercitate de evoluția procesului inflaționist.

Relația dintre rata dobânzii și cursul de schimb poate fi analizată pe termen scurt sau lung.

1. Pe termen scurt, variația ratei dobânzii produce o fluctuație a cursului de schimb la vedere. Pentru a înțelege mai bine, să presupunem că autoritățile americane vor proceda,

din rațiuni de politică monetară internă, la creșterea ratei dobânzii. Aceasta va atrage investitorii internaționali, care vor fi tentați să lichideze activele în alte devize, pentru a cumpăra titluri în dolari: bonuri de tezaur, certificate de depozit etc. Vânzarea devizelor și cumpărarea dolarilor au drept consecință creștere imediată a cursului dolarului la vedere, în raport cu celelalte devize. În sensul invers, reducerea dobânzilor americane îi determină pe investitori să lichideze activele în dolari, pentru a face plasamente în alte devize. Vânzările masive de dolari, însoțite de cumpărări de devize vor avea drept urmare scăderea cursului monedei americane. Evoluția ratei dobânzilor reale [3] în S.U.A., în perioada 1980-1985 explică creșterea cursului dolarului pe piața valutară în aceeași perioadă.

2. Pe termen mediu, relația între rata dobânzii și cursul de schimb devine complicată. Pentru majoritatea devizelor, asocierea **monedă forte - rată a dobânzii redusă**, pe de-o parte și **monedă slabă - rată ridicată a dobânzilor,** pe de altă parte, se verifică în practică. Pentru dolarul american, relația este mult mai complexă. Astfel, în perioada 1980-1985 s-a verificat relația **monedă puternică - rată înaltă a dobânzii.** După 1985, această relație, neconformă cu logica economică, s-a modificat în mod radical, relația clasică **monedă slabă - rată a dobânzii înaltă** făcându-și din nou apariția.

Variația dobânzilor determină, așa cum demonstrează teoria parității ratelor dobânzii, cursul de schimb la termen.

---

3 Rata reală a dobânzii este egală cu rata nominală din care se deduce rata inflației (relația economistului american Irving Fisher - 1867-1947, căruia îi aparține și reformularea modernă a teoriei cantitative asupra banilor - 1907)

Toate aceste aspecte vor fi dezvoltate, din punct de vedere teoretic, în capitolul "Teorii și modele asupra evoluției cursului de schimb".

8.3. Balanța de plăți și cursul de schimb

Informațiile cuprinse în balanța de plăți prezintă un oarecare interes pentru explicarea nivelului cursului de schimb, întrucât balanța ilustrează situația relațiilor economice ale unei țări cu restul lumii.

Deficitul sau excedentul unor solduri ale balanței de plăți pot explica nivelul cursului de schimb, în baza efectului mecanic al unui astfel de dezechilibru asupra cererii și ofertei de devize. Astfel, un deficit mărește cererea de devize, ceea ce determină reducerea valorii monedei naționale pe piața valutară.

Orice sold excedentar al balanței comerciale provoacă, printr-un simplu efect mecanic, o tendință de creștere a valorii cursului de schimb, iar soldul deficitar o tendință de scădere. Situația nu trebuie privită în mod bilateral, izolat, întrucât se referă la excedente sau deficite globale în relațiile țării A cu tot restul lumii, chiar dacă în situații bilaterale, comerțul exterior față de unele țări poate fi deficitar sau excedentar.

Soldul balanței operațiunilor curente oferă informații asupra situației economice a unei țări, respectiv dacă țara în cauză utilizează, sau nu, mai mult decât produce. Dacă soldul este pozitiv, cursul de schimb se va aprecia și invers.

Balanța de bază cumulează rezultatele balanței tranzacțiilor curente și mișcărilor de capitaluri pe termen lung. Soldul său explică cel mai bine nivelul cursului de schimb. Când balanța de bază este pozitivă, cursul de schimb are tendință de creștere și invers, un sold negativ produce o scădere a cursului monedei naționale.

8.4 Influențe exercitate de categorii de agenți economici

Speculatorii constituie o categorie aparte de agenți economici care cumpără bunuri - devize, imobiliare, petrol,... - nu pentru folosință, nici pentru a face comerț, ci pur și simplu din speranța de a obține un câștig prin revânzare, care să fie superior celui realizabil prin plasarea patrimoniului propriu în active cu profit cert. Speculatorul își bazează averea sau propria ruină pe intuiție, șansă sau gustul pentru risc și nicidecum, cel puțin în aparență, pe serviciile pe care le aduce societății. Îl putem asemăna deci, cu cămătarul, pentru a întregi imaginea finanțistului rapace, care adeseori devine țap ispășitor, responsabil de toate dificultățile.

Arbitrajiștii sunt deseori confundați cu speculatorii, întrucât uneori aceleași persoane defășoară, în paralel, atât activități de speculare, cât și de arbitraj. Comportamentul lor este însă, diferit. Arbitrajiștii realizează profit din întârzierile de ajustare pe diferitele piețe. Spre deosebire de speculatori, arbitrajiștii se acoperă în permanență contra riscului de schimb. Activitatea lor este posibilă întrucât se constată adeseori diferențe temporare între ratele la vedere și cele la termen, fie că este vorba de cursuri de schimb sau de dobânzi.

8.4.1. Rolul anticipărilor asupra cursului de schimb

Rolul anticipărilor asupra formării cursurilor de schimb a fost și este adeseori invocat. Sub impulsul lui Aftalion și Nurske, în secolul XX, se dezvoltă un adevărat curent teoretic, denumit **psihologic**. În baza acestei abordări, anticipările agenților economici cu privire la inflație, dobânzi, deficit

bugetar, sold comercial etc., condiționează comportamentele care declanșează, ele însele, o serie de reacții.

Majoritatea specialiștilor recunosc, în prezent, rolul factorilor psihlogici, punându-se în continuare întrebarea dacă anticipările sunt raționale, deci previzibile, sau, dimpotrivă, irațională și imprevizibile !

Economiștii de influență keynesiană consideră că anticipările speculatorilor își au originea în psihologia foarte complexă a piețelor. Anticipările trebuie să se constituie, pentru analiști, în date exogene, extraeconomice. Miopia speculatorilor, înclinația acestora de a urmări evoluția generală, de a o amplifica, de a pleca urechea la zvonuri și false profeții (astrologi sau șarlatani cu diplomă), conduce spre declanșarea unei mișcări speculative "irațională", respectiv fără o fundamentare științifică a riscurilor ce pot fi asumate.

Economiștii moderni susțin că anticipările asupra cursurilor de schimb nu țin de hazard, precum jocurile de noroc, ci dimpotrivă, ele se formează pe baza unui comportament rațional al speculatorilor care, în baza informațiilor de care dispun, realizează cele mai bune anticipări posibile.

Modelele ce funcționează în baza ipotezei anticipărilor raționale, descrise în capitolul care urmează, merg încă mai departe. De această dată, speculatorii se adaptează foarte bine la evoluția poiticilor economice, ceea ce înseamnă că este tot mai greu să poată fi surprinși de evenimente. Se presupune, de asemenea, că anticipările sunt realizate nu atât în baza datelor constatate, ci pornindu-se de la un model de determinare a cursurilor de schimb, care atribuie un rol esențial ofertei de monedei, iar teoriei P.P.C., o putere explicativă exclusivă.

Anticipările raționale nu exclud absența erorilor de previzionare; acestea sunt, însă, considerate aleatoare, imputabile hazardului. Dacă erorile sunt sistematice, respectiv dacă se constată în mod frecvent și mereu în același sens, anticiparea nu poate fi definită ca "rațională".

Teoria piețelor eficiente, propusă inițial pentru piețele de active financiare, a fost adaptată ulterior la piețele valutare. O piață eficientă [4] este constituită dintr-un mare număr de agenți raționali, care încearcă maximizarea profiturilor, fiind în concurență activă pentru previzionarea viitoarelor valori ale pieței, atunci când informația curentă este aproape liber accesibilă tuturor participanților. Pe piața valutară, cursurile reflectă, deci, orice informație pertinentă, disponibilă.

8.4.2. Apariția "baloanelor speculative"

Prin analogie cu aerul care pătrunde într-un balon de săpun, permițându-i acestuia să se umfle, ideea de "balon speculativ" a fost preluată de terminologia financiară. Pe măsură ce cursurile de schimb se îndepărtează de nivelul considerat ca normal (corespunzător datelor fundamentale), speculatorii se tem tot mai mult de o răsturnare de tendință sau de piață. Cel mai neînsemnat eveniment - o majorare de dobânzi, declarația unui oficial, publicarea unui indicator economic etc. - poate dobândi o importanță atât de mare, încât să producă spargerea balonului speculativ, respectiv o reorientare brutală a speculatorilor. Se pune întrebarea de ce speculatorii, presupuși raționali, acceptă un asemenea risc și nu își inversează mai devreme sau mai târziu pozițiile ? Foarte simplu, întrucât aceștia știu că orice creștere sau scădere nu

4 Definiția îi aparține lui E.F. Fama (1984): "Forward and spot exchange rates", Journal of monetary economics, vol. 14, noiembrie

se poate prelungi la infinit; nu sunt însă capabili să prevadă data inversării de tendință și speră ca, între timp, să realizeze câștiguri substanțiale. La data limită, speculatorii vor acționa de fapt în bloc, întrucât riscul acceptat astăzi va fi cu siguranță mai mic, decât cel de mâine. Astfel, în loc să se încetinească cu timpul, ritmul de umflare a balonului speculativ se poate accelera. Krahul bursier din octombrie 1987, care a survenit după o creștere pronunțată a cursurilor la băncile americane, constituie un caz interesant de explozie pe piața valorilor mobiliare. În 1985, balonul speculativ care împingea cursul dolarului în sus a fost ferit de explozie, nu însă și de dezumflare. Aceasta întrucât în economia americană au existat și alți factori determinanți (creșterea ratei dobânzilor, în scopul finanțării economiei). Speculatorii au amplificat atunci mișcarea.

În cazul modelelor de tipul "baloanelor speculative", speculatorii nu sunt neapărat iraționali: aceștia vor încerca să obțină profitul, cât mai ridicat posibil, de pe urma propriilor acțiuni, evaluând în prealabil, atât riscurile, cât și câștigurile posibile. Cursul de schimb anticipat se bazează acum mai puțin pe modelul de tipul "parității puterilor de cumpărare" și mai mult pe comportamentul presupus al acestor speculatori.

Într-un fel, speculatorii pot fi considerați drept "cumpărători" de riscuri. Dacă gândim așa, prezența lor poate fi considerată ca necesară, atâta timp cât o serie de operatori acționează ca "vânzători" de riscuri. Piețele la termen permit acestora din urmă să se despovăreze de riscul de schimb, pasându-l asupra speculatorilor.

Cu ocazia crizelor monetare, responsabilii guvernamentali au încriminat, în primul rând, speculația asupra cursurilor de schimb. Într-o asemenea ocazie, ministrul britanic al economiei, George Brown, a acuzat "gnomii din Zürich", considerați un simbol al speculației internaționale.

Harold Wilson, în 1967, generalul de Gaulle, în 1968, sau Richard Nixon, în 1971, au procedat în mod similar. Cu toate acestea, speculația nu a constituit niciodată principala cauză a deprecierilor monetare. Economiștii ortodocși au considerat că speculația poate exercita o influență echilibrantă. Argumentația lor se bazează pe ideea că speculatorii, buni previzioniști, fiind direct interesați de rezultate, accelerează ajustările. O creștere a cererii de devize, în raport cu oferta, creează imediat o speranță de câștig, care declanșează cumpărarea, deci creșterea efectivă a cursurilor, până când acestea ating nivelul de echilibru. Speculatorul profită, astfel, de jocurile pieței, fără a o influența în profunzime.

Mecanismele speculative sunt totuși mai complexe. În realitate, cursurile la termen se constituie foarte rar într-o anticipație corectă a cursului de schimb. Pentru a fi stabilizante, comportamentele speculative trebuie să fie cât mai independente. Spiritul de "turmă" al speculatorilor, observat adeseori, contrazice această ipoteză. Așa se explică îndepărtarea considerabilă a cursului de schimb anticipat de valoarea sa de echilibru. În unele cazuri, fără să exercite influențe stabilizante, speculația contribuie la menținerea și întărirea dezechilibrelor.

Incertitudinea a multiplicat ocaziile speculative și, după cum am văzut, speculația este astăzi molipsitoare. Dacă fenomenul speculativ, caracteristic pieței valutare, ar părăsi cu timpul această zonă, nimic nu-l poate împiedica să se deplaseze spre alte piețe, cum sunt de pildă, cele financiare.

CAPITOLUL IX

PRINCIPALELE TEORII ȘI MODELE CU PRIVIRE LA FORMAREA CURSULUI DE SCHIMB

Sistemul Monetar Internațional în vigoare este caracterizat, în mod generic, drept un sistem al cursurilor flotante. Realitatea zilelor noastre, așa cum am văzut, este departe de acel SMI ideal, conceput de teoreticienii anilor '60-'70. Cele 145 de țări membre ale FMI practică, în prezent, cel puțin 5 forme de regim de schimb valutar. Astfel, pe lângă posibilitatea de a atașa moneda națională la o monedă internațională (dolar american, franc francez, liră sterlină, marcă, ceea ce a condus la formarea zonelor monetare) sau la un coș de monede (DST), putem distinge existența unui sistem de parități glisante (cursul de schimb depinde de anumiți indicatori, precum rata inflației), apoi flotarea administrată sau impură (ca urmare a intervenției băncilor centrale) și, în sfârșit, acordurile de cooperare monetară, în baza cărora mai multe țări convin asupra unor reguli stricte în materie de parități monetare (bande de fluctuații în jurul cursurilor pivot), crearea unor unități de cont și indicatori de divergență sau fonduri monetare.

Cei 24 de ani care au trecut de la Acordul Institutului Smithonian (1971) permit astăzi un alt gen de analiză asupra funcționării Sistemului. Evoluția sinuoasă a cursului dolarului în deceniul trecut este exemplul cel mai concludent de contrazicere a așteptărilor cu privire la stabilizarea cursului monedelor. Se observă, adeseori, variații lunare ale cursurilor,

de 10% sau variații zilnice, de peste 1%. Studiile comparative întreprinse cu privire la regimul cursurilor fixe și flexibile - Mussa (1986) [1] și Stockman (1988) [2] - au pus în evidență puternica variație a cursurilor de schimb reale, în cazul țărilor dezvoltate

Variația cursurilor de schimb

	1958-1972	1973-1987
SUA – curs de schimb efectiv	0,04	0,11
SUA – Germania	0,7	0,21
SUA – Japonia	0,14	0,15
SUA – Marea Britanie	0,05	0,14
SUA – Franța	0,10	0,19

Sursa: R. Dornbush (1989): Real exchange rates and macroeconomics: a selective survey - Scandinavian Journal of economics.

În plan teoretic, asistăm în ultimii ani la o schimbare a obiectivelor cercetării. Dacă în trecut acestea se concentrau asupra identificării celui mai bun regim de schimb și politicilor economice aferente, astăzi se încearcă înțelegerea, explicarea și prevenirea mișcărilor bruște ce caracterizează evoluția monedelor. Ca să poată răspunde la atâtea întrebări și dileme, economiștii din zilele noastre recurg tot mai mult la vechile teorii. Considerate adeseori drept abordări moniste sau drept teorie statică, aceste analize încearcă, în primul

1 M. Mussa - "Nominal exchange rate regimes and the behavior of real exchange rates: evidence and implications" - Carnegie Rochester conference series - 1986

2 A. Stockman - "Real exchange rate variability under pegged and floating nominal echange rate systems: an equilibrum theory, N.B.E.R. working paper 2565 (1988)

rând, să explice care sunt factorii ce influențează valoarea de echilibru a cursurilor valutare și mai puțin evoluția acestora.

Întrucât teoriile clasice nu au fost în măsură să explice variația cursurilor pe termen scurt, la sfârșitul deceniului '70 apar interpretările teoretice cunoscute sub denumirea de modele dinamice. Economistul Rudiger Dornbush (1976) se numără printre pionierii unor asemenea experimente, care încearcă să stabilească o relație între volatilitatea pe termen scurt și convergența către o valoare de echilibru pe termen lung. Confruntat cu realitatea faptică, Dornbush însuși ajunge la concluzia că parametrii financiari invocați erau insuficienți. Cercetarea s-a orientat apoi într-o altă direcție, insistând asupra rolului determinant al anticipărilor și asupra aspectului psihologic, ce ține de participanții pe piața valutară.

Teoriile clasice cu privire la cursul de schimb constituie, însă, baza abordărilor moderne.

9.1. Abordările statice

9.1.1. Teoria parității puterii de cumpărare (P.P.C.) [3]

Teoria parității puterii de cumpărare are la bază ideea că orice entitate monetară poate fi schimbată contra aceleași cantități de bunuri economice, oricare ar fi țara unde se efectuează schimbul. Cursul de schimb este, deci, prețul relativ al celor două bunuri. Dacă teoria PPC se verifică, o marfă care valorează două lire sterline, de exemplu, trebuie să se vândă la același preț, indiferent de locul unei asemenea tranzacții.

3 Fr. - Théorie de la parité du pouvoir d'achat (PPA)
Engl. - The Purchasing Power - Parity Doctrine (PPP)

Această teorie, care ocupa un loc central în analizele clasicilor, a fost preluată la începutul secolului nostru de către suedezul Gustav Cassel în două articole din Economic Journal (1916, 1918) şi ulterior, în cartea sa "Moneda şi schimbul după 1914" [4] (1918).

Economiştii din cele mai vechi timpuri - spaniolul Navarro (în secolul al XVI-lea), englezul Gerard de Malynes (1601) şi, cu peste 150 de ani mai tîrziu, Hume şi Ricardo - au încercat să demonstreze existenţa unei relaţii între puterea de cumpărare relativă şi valoarea externă a monedelor.

Dacă la început, în conjunctura anilor imediat postbelici succesul ideilor lui Cassel a fost incontestabil, ulterior, acestea au provocat controverse aprinse: J. Rueff (1922), J.M. Keynes (1923), economiştii din Louvain (1939), A. Aftalion (1940). Controversele pe seama paradoxului generat de această teorie s-au ţinut lanţ, până în zilele noastre. Nume ilustre au încercat demonstraţii teoretice sau verificări empirice. Să-i amintim doar pe P. Samuelson (1964) [5], B. Balassa (1964) [6] şi, ulterior, I. Kravis (1978), R. Roll (1979), H. Cenberg (1978), J. Frenkel şi M. Mussa (1980), B. Solnik (1979), R. Mc Kinnon (1979). Cercetările continuă şi în prezent. În cele ce urmează, vom încerca să prezentăm în ce constă forţa de atracţie şi de rapel a acest teorii, cu ajutorul analizelor efectuate în anii '80. Acestea permit justificarea existenţei unui

4 G. Cassel - La monnaie et le change après 1914 - Giard, Paris, 1923

5 Citat de L.T. Katseli Papaefstration, The Reemergence of PPP Doctrine in the 1970's, Princeton Studies in International Finance, dec. 1970

6 B. Balassa - The Purchasing Power Doctrine: a Reappraisal, Journal of Political Economy, dec. 1964

curs de schimb pe termen lung, către care converg cursurile curente.

9.1.2. Versiunea absolută a parităţii puterii de cumpărare

În forma sa absolută, teoria este asemănătoare teoriei cantitative asupra banilor, în baza căreia, cantitatea de monedă determină nivelul general al preţurilor în diferite ţări şi-n consecinţă, puterea de cumpărare relativă a diferitelor devize. Cursul de schimb este determinat prin raportul între nivelurile de preţuri. Justificarea principală a acestei abordări trebuie căutată în legea preţului unic, în condiţii de concurenţă pură şi perfectă. Dacă piaţa este liberă, preţul unui bun economic trebuie să fie acelaşi, indiferent de ţară, la intern sau în străinătate. Cursul de schimb este determinantul principal al acestui preţ: dacă acesta variază, preţurile mărfurilor străine vor fi diferite de cele ale produselor naţionale. Rezultă deci, în cazul deprecierilor monetare, o cerere de mărfuri străine care va conduce la o restabilire a cursului de schimb. Arbitrajul cu mărfuri va restabili, deci, egalitatea puterii de cumpărare a monedelor, prin ajustarea cursurilor de schimb.

Sub această formă, paritatea puterii de cumpărare absolută este incontestabilă. Aceasta, însă, în ipoteza unei concurenţe pure şi perfecte şi în absenţa cheltuielilor cu deplasarea mărfurilor: preţul unui bun poate fi acelaşi, atât în ţara de origine, cât şi în cea de destinaţie. În realitate, mărfurile sunt foarte diferite şi variate; intervin apoi obstacolele comerciale, cheltuielile de transport, preferinţele agenţilor economici. Dacă abstractizăm şi generalizăm la maximum şi notăm cu P indicele preţului naţional, cu P' indicele preţului străin şi S cursul de schimb la vedere, P.P.C. în forma sa absolută este:

$$\frac{1}{P'} = \frac{S}{P} \quad \text{sau} \quad P = f(p_1, \ldots p_i, \ldots p_n) \text{ şi}$$

$$P' = g(p'_1, \ldots p'_i, \ldots p'_n)$$

Putem, deci, exprima cursul de schimb prin raportul indicilor de preţ, respectiv

$$S = \frac{P}{P'}$$

Dacă preţurile tuturor mărfurilor sunt egale în diferite ţări şi dacă indicii de preţ sunt constituiţi din acelaşi coşuri de mărfuri, cu aceleaşi ponderări (de exemplu, dacă funcţiile f(.) şi g(.) sunt aceleaşi), atunci, prin definiţie, P.P.C. absolută se verifică.

Se observă că preţurile naţionale în monedă străină (preţurile la export) pot fi exprimate sub forma $P = SP'$. La fel, preţurile străine exprimate în moneda naţională (preţurile la import) se pot scrie: $P' = P/S$. Valoarea absolută a P.P.C. în termeni nominali reduce, deci, cursul de schimb la un simplu raport între cei doi indici de preţ ai ţărilor considerate.

În termeni reali, cursul de schimb se defineşte prin raportul între două puteri de cumpărare, respectiv

$$s = \frac{S P'}{P}$$

Astfel, cursul de schimb real, în versiunea absolută a P.P.C. este egal cu 1, $s = [(P/P')\ P'/P] = 1$.

9.1.3. Versiunea relativă a paritătii puterii de cumpărare

Versiunea relativă a P.P.C. este mai puţin restrictivă. Conform aceste modalităţi de abordare, cursul de schimb nu mai este în mod necesar egal cu raportul indicilor de preţ, putând doar să întregistreze aceleaşi variaţii. Dacă considerăm momentele t şi t + 1,

$$\frac{S_{t+1}}{S_t} = \frac{P_{t+1}/P_t}{P'_{t+1}/P'_t} = \frac{P_{1+1}}{P'_{t+1}} \times \frac{P'}{P_t}$$

Teoria P.P.C. se verifică, deci, sub forma sa relativă, dar nu şi în formă absolută. În termeni reali, cursul de schimb este constant în cursul timpului:

$$S_{t+1} = S_t$$

Putem scrie varianta relativă a P.P.C. în funcţie de rata inflaţiei, notând cu Π şi Π' ratele inflaţiei interne şi din străinătate:

$$\Pi = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad \text{şi} \quad \Pi' = \frac{P'_{t+1} - P'_t}{P'_t}$$

şi considerând că rata inflaţiei în străinătate este redusă în raport cu 1, aceasta se va exprima, atunci, sub forma:

$$\frac{S_{t-1} - S_t}{S_t} = \frac{\Pi - \Pi'}{1+\Pi'} \cong \Pi - \Pi'$$

Rezultă deci că variaţia relativă a cursului de schimb este aproximativ egală cu diferenţa dintre ratele inflaţiei.

Se demonstrează, astfel, veridicitatea principiului conform căruia într-o țară în care rata inflației este superioară țărilor vecine, ulterior se va prooceda la deprecierea monedei naționale. Acesta ținând cont de două condiții restrictive: pe de o parte, doar ratele inflației pot influența cursul de schimb, pe de altă parte, ipoteza substituției perfecte a bunurilor trebuie considerată ca valabilă.

9.1.4. Criticile aduse teoriei P.P.C.

În primul rând, dacă ținem seama de imperfecțiunile pieței (cheltuielile de transport, taxe vamale, decalajul de timp între cumpărare și livrare etc.) legea prețului unic nu se verifică decât aproximativ.

Compoziția indicilor prețurilor diferă de la o țară la alta; este necesar deci să pornim de la ipoteza că prețurile relative sunt fixe (invariabile), pentru ca P.P.C. relativă să se verifice. Această a doua ipoteză ține de conceptul clasic de macroeconomie, care susține că perturbațiile de origine monetară nu exercită efecte asupra prețurilor relative (principiul neutralității monedei). Versiunea relativă a P.P.C. nu se verifică, decât în cadrul unor asemenea modele. Ipoteza neutralității monedei nu este însă acceptabilă pe termen scurt. Aceasta întrucât perturbațiile monetare au efecte, atât asupra prețurilor relative, cât și asupra cursului de schimb real, dacă considerăm prețurile invariabile și ținem cont de o serie de rigidități de ordin instituțional, sau de eterogenitatea informațiilor.

În sfârșit, A. Aftalion (1923) [7] a arătat că devizele sunt căutate nu doar pentru puterea lor de cumpărare, ci și pentru faptul că servesc drept instrument de transfer de fonduri sau pentru caracterul lor

7 A. Aftalion - "Monnaie, prix et change", Sirey, Paris, 1923 - 1-ère édition

speculativ. În baza teoriei P.P.C., cursul de schimb este determinat de nivelul prețurilor interne și cel al prețurilor străine, care sunt independente de cursul de schimb. După Aftalion, aprecierea sau deprecierea monetară nu este independentă de cursul de schimb. Relația este chiar inversă: cursul de schimb este cel care influențează aprecierea sau deprecierea. Această critică repune deci problema sensului relației de cauzalitate între prețuri și cursul de schimb.

Teoria parității puterii de cumpărare se bazează, de fapt, pe următoarele trei ipoteze:

- piețele financiare sunt perfecte, ceea ce presupune absența controalelor administrative, fiscalității și costurilor de tranzacție;
- piețele de mărfuri sunt perfecte, ceea ce înseamnă absența taxelor vamale și a costurilor de orice fel;
- structura consumului agenților economici este identică în toate țările.

Caracterul restrictiv al acestor trei ipoteze explică de ce teoria P.P.C. este atât de greu de verificat.

9.1.5. Verificările empirice ale parității puterii de cumpărare

Ipoteza P.P.C., în ambele sale variante, a fost supusă unor numeroase testări; în cele ce urmează, vor fi expuse cele mai recente și semnificative.

După Frenkel (1980)[8], o serie de economiști au supus verificarea P.P.C. în baza parametrilor următoarelor ecuații:

8 J.A. Frenkel (1980) - "Exchange, price and money: lessons from the 1920's", American Economic Review, vol. 70, mai

$$Log S_t = a + b\ Log\left(\frac{P_t}{P'_t}\right) + \mu_t \qquad \text{(P.P.C. absolută)}$$

$$\Delta\ Log\ S_t = c\ Log\left(\frac{P_t}{P'_t}\right) + \varepsilon_t \qquad \text{(P.P.C. relativă)}$$

unde S_t este cursul de schimb nominal, P_t nivelul preţurilor naţionale, P'_t cel al preţurilor străine şi (Δ) operatorul de diferenţă. Dacă coeficientul **a** este diferit în mod sensibil de O sau dacă **b** este în mod sensibil diferit de 1, ambele variante ale P.P.C. nu se verifică. Frenkel a demonstrat că în cursul perioadei de hiperinflaţie din Germania anilor 1921-1923, cursul de schimb şi diferiţii indici ai preţurilor au evoluat în mod simultan. În schimb, în perioada iunie 1973 - iulie 1979, Frenkel ajunge la concluzia că ipoteza P.P.C. nu se verifică pentru cursurile dolar/liră, dolar/FF şi dolar/DM.

O altă abordare constă în examinarea P.P.C. ca o relaţie pe termen lung. În acest caz, trebuie verificat dacă cursul de schimb real, s_t, are sau nu o evoluţie aleatoare. S-a testat, în acest caz, relaţia:

$$Log\ s_t = \Phi_1\ Log\ s_{t-1} + \varepsilon_t$$

sau

ε_t este $(E(\varepsilon_t) = 0,\ Var(\varepsilon_t) = \sigma^2,\ Cov(\varepsilon_t,\ \varepsilon_{t+h}) = 0)$

Dacă reziduurile de estimare sunt nesemnficiative, cursul de schimb real evoluează în mod aleator, ceea ce îl împiedică să revină către o valoare de referinţă pe termen lung. Ipoteza P.P.C. este astfel invalidată.

O serie de alte studii, cum sunt cele aparţinând lui Frenkel (1981) [9], Adler şi Lehman (1983) [10] sau Patel (1990) [11] au demonstrat că variaţiile cursurilor de schimb reale nu puteau fi autotranspuse în date lunare. Nici aceşti autori nu resping ipoteza unei evoluţii întâmplătoare. Rezultatele ulterioare ale studiilor lui Abuaf şi Jorion (1990) [12] şi Whitt (1991) [13] infirmă aceste concluzii. Studiul lui Glen (1992) [14] confirmă aceasta, pentru perioade de timp relativ lungi (doi ani şi peste).

Concluzia generală care se desprinde din aceste studii recente **este că P.P.C. poate fi invalidată pe termen scurt, nu însă şi pe termen lung**. Ipoteza unui curs de schimb de echilibru pe termen lung corespunzător P.P.C. se justifică în baza tuturor acestor studii empirice. În acelaşi timp, imposibilitatea substituirii perfecte a mărfurilor produse în diferite ţări a determinat luarea în considerare a **elasticităţii cererilor de export şi de import.**

Abordarea pe bază de elasticităţi aparţine lui J. Robinson (1947) [15]. Pentru a se explica fluctuaţiile de curs, se admite ipoteza substituabilităţii imperfecte a **bunurilor inter-**

9 J.A. Frenkel - Flexible exchanges rates, prices and the role of news: lessons fron the 1970's, Journal of political economy, vol. 89, no. 4

10 M. Adler, B. Lehman (1983) - Deviation from purchasing power parity in the long run, Journal of finance, vol. 38, dec.

11 J. Patel (1990) - Purchasing power parity as a long-run relation, Journal of applied econometrics, vol. 5, no. 4

12 N. Abuaf, Ph. Jorion (1990) - Purchasing power parity in the long run, The Journal of Finance, vol. 45, no.1, dec

13 A. Whitt (1991) - The long-run behaviour of the real exchange rate: a reconsideration, Economia Internationale, vol. 44, mai-aug.

14 J.D. Glen (1992) - Real exchange rates in the short, medium and long run, Journal of international economics, vol. 33, p. 147-166

15 J. Robinson - Essays in the theory of employment, Blackwell, London

naționale. Se va ține cont în mod expres de elasticitățile funcțiilor cererii de export și import. În baza unui model simplificat, se consideră că economia este constituită din două sectoare. Primul produce bunurile și serviciile ale căror prețuri sunt guvernate de legea prețului unic. Al doilea produce mărfuri și servicii ce nu fac obiectul schimburilor internaționale. Prețurile acestora, în monedă națională, nu depind de cursul de schimb, putând fi, deci, considerate fixe, cel puțin pe termen scurt. Într-un asemenea context, rezultă în mod clar că relația între cursul de schimb și balanța comercială depinde de natura funcțiilor de ofertă și cerere de import și export pe piața bunurilor interschimbabile.

Piața bunurilor și serviciilor importate este caracterizată printr-o funcție a cererii $M^c(P_m)$, care depinde de prețul importurilor, exprimat în monedă națională (P_m) și printr-o funcție a ofertei M^o (P_m/S), care depinde de prețul importurilor exprimate în monedă străină ($P_m/S = P'_m$). Aceasta înseamnă că importatorii își determină cererea și oferta în funcție de prețuri exprimate în monedele lor naționale. Rezultă că ofertele și cererile de import sunt independente de prețurile relative (P_m/P_x , unde P_x este prețul exporturilor), ceea ce presupune o imposibilă substituire între bunurile importate și exportate. Fiecare din aceste funcții are un coeficient de elasticitate asociat și anume:

$$\varepsilon m^c = (cM^c/c\,P_m) \cdot (P_m/M^c), \quad \text{cu } \varepsilon\, m^c < 0$$

și

$$\varepsilon\, m^o = [cM^o/c(P_m/S)\,] \cdot [\,(P_m/S)/M^o], \text{ cu } \varepsilon\, m^o > 0$$

Piața exporturilor este caracterizată printr-o funcție a cererii $X^c(P_x/S)$ și o funcție a ofertei care are drept elasticitate:

$$\varepsilon\, x^c = [cX^c/c(P_x/S)] \cdot [(P_x/S)/X^c] \quad \text{cu } \varepsilon_{x^c} > 0$$

și

$$\varepsilon\, x^o = (cX^o/cP_x) \cdot P_x/X^0) \quad \text{cu } \varepsilon_{x^c} > 0$$

Observațiile precedente asupra faptului că funcțiile ofertei și cererii de importuri depind de prețurile exprimate în monedă națională sunt, deci, valabile și în cazul exporturilor.

Balanța comercială, al cărei sold se notează cu BC, este presupusă a fi, inițial, în echilibru. Soldul se măsoară prin diferența între veniturile provenite din exporturi și cheltuielile ce țin de importuri, respectiv, în monedă națională.

$$BC = P_x X - P_m M = 0 \qquad (1)$$

În starea de echilibru, valoarea și volumul schimburilor pot fi determinate prin următorul sistem de ecuații:

$$M_{eq} = M^c(P_m) = M^o(P_m/S) \qquad (2)$$

și

$$X_{eq} = X^c(P_x/S) = X^o(P_x)$$

unde M_{eq} și X_{eq} reprezintă nivelurile de echilibru, pentru export și import.

În cadrul regimului cursurilor flexibile, soldul balanței comerciale este o variabilă exogenă, iar cursul de schimb, endogen. Acesta se ajustează pentru a asigura echilibrul balanței de plăți, care în modelul de mai sus se reduce doar la balanța comercială. În consecință, orice modificare exogenă a ofertei și cererii de mărfuri poate determina variația cursului de schimb.

Dacă considerăm exemplul unei creșteri exogene a cererii pentru bunurile exportate, impactul asupra cursului de

schimb rezultă prin rezolvarea sistemului format de ecuațiile (1) și (2) astfel:

$$\frac{\Delta S}{S} = \frac{-(\varepsilon m^0 - \varepsilon m^c)(1+\varepsilon x^0)(\Delta X^c/X)}{\varepsilon x^c \varepsilon m^c (1+\varepsilon m^0+\varepsilon x^0) - \varepsilon x^0 \varepsilon m^0 (1+\varepsilon m^0+\varepsilon x^c)}$$

Dacă ținem seama de elasticități, rezultă că moneda trebuie să se aprecieze ca urmare a unei creșteri exogene a cererii de bunuri de export, în cazul în care condiția Bickerdike-Robinson-Metzler se verifică și anume dacă:

$$\varepsilon x^c \varepsilon m^c (1+\varepsilon m^0+\varepsilon x^0) > \varepsilon x^0 \varepsilon m^0 (1+\varepsilon m^c+\varepsilon x^c)$$

Dacă elasticitatea funcțiilor cererii este relativ redusă (îndeosebi pe termen scurt) și dacă prețurile importurilor sunt exprimate în monedă națională, atunci o creștere exogenă a cererii de bunuri exportate va trebui să antreneze o depreciere pe termen scurt a monedei naționale (condiția lui Marshall-Lerner, $\varepsilon x^c + \varepsilon m^c > 1$ nefiind verificată). Deprecierea monedei produce o reducere a valorii soldului comercial, care accentuează variația cursului de schimb. Elasticitățile - preț scăzute determină variații puternice de curs. Acest fenomen, determinat în mod empiric de către P. Krugman [16] (1989), explică puternica volatilitate a cursurilor după 1971, prin sensibilitatea redusă a prețurilor la export, comparativ cu prețurile interne. Rezultă astfel, că **orice modificare semnificativă a soldului extern produce o ajustare a cursului**

16 P.R. Krugman - Exchange Rate Instability, M.I.T. Press (1989)

de schimb, până la restabilirea echilibrului balanței comerciale.

Variația este cu atât mai puternică, cu cât oferta și cererea de bunuri sunt mai puțin elastice la prețuri. În general, **elasticitățile explică variațiile cursului de schimb prin echilibrul balanței de plăți**. Se poate concluziona, de asemenea, că **o scădere a venitului național sau o creștere a ratei dobânzii produc o apreciere a cursului de schimb, în baza impactului pozitiv asupra balanței de plăți.**

Principala critică adresată acestui tip de model constă în faptul că oferta de monedă nu joacă nici un rol în determinarea cursului de schimb. În anii '70, **modelele bazate pe elasticități au pierdut din importanță, fiind înlocuite prin determinările monetariste** ale cursului de schimb. În cazul acestora din urmă, **oferta de monedă devine principalul factor de determinare a cursului de schimb, fără ca balanța comercială să influențeze în mod direct.**

9.2. Teoria parității ratelor dobânzii

Conceptul teoretic al parității ratelor dobânzii aparține lui Keynes (1923) și se rezumă la o frază: **cursurile la termen ale devizelor se ajustează în funcție de parităților ratelor dobânzii.** Teoria se bazează, de fapt, pe relația între piața valutară la vedere și cea la termen, deci pe un **comportament de arbitraj**, de această dată **cu plasamente financiare** și nu cu mărfuri, ca în cazul teoriei P.P.C.

Prin operațiuni la termen, operatorul se acoperă contra riscurilor, comparând în mod necesar prețul devizelor la termen, cu evoluția dobânzilor. Chiar și atunci când nu se asigură și dorește doar să speculeze, operatorul va face comparații între cursul de schimb la termen (variabilă aleatoare) și diferența de dobânzi - la vedere - termen (variabilă certă).

Există şi de această dată, două modalităţi de abordare: paritatea ratelor dobânzii neacoperită şi partitatea dobânzilor acoperită.

9.2.1. Paritatea ratelor dobânzii neacoperită

În baza acestei teorii, există o relaţie între ratele dobânzilor nominale ale plasamentelor în monedă naţională şi străină şi diferenţa între cursul de schimb la vedere actual şi cursul de schimb anticipat pentru viitor.

Pentru a ilustra această relaţie, putem porni de la următorul exemplu: să notăm cu $S^a_{t,t+h}$ cursul de schimb anticipat în t, pentru data t+h, S_t fiind cursul de schimb la vedere. Un agent economic care dispune de capital în moneda naţională X, pentru o perioadă de timp h, poate dobândi la vedere active în devize, în cantitatea X/S_t, apoi le poate revinde la vedere, la data t+h. Capitalul său va deveni atunci în monedă naţională, la data t+h:

$$X(1+i'_t)^h \frac{S^a_{t,t+h}}{S_t} \qquad \text{unde}$$

unde i_t reprezintă remunerarea activelor în devize la data t. În baza acestei relaţii, s-ar părea că agentul va lua o asemenea poziţie dacă anticipează o depreciere a cursului (exemplu, creşterea lui S_t).

Să presupunem că o asemenea operaţiune este mai avantajoasă decât plasamentul în active pe piaţa naţională. Pe o piaţă eficientă, în situaţia în care agenţii economici nu se tem de riscul de schimb, aceştia preferă să împrumute o sumă X, în monedă naţională, cu dobânda i_t, pentru a cumpăra la vedere, la data t, active în devize şi pentru a le revinde la vedere, la data t+h. Câştigul sperat de operator va fi atunci:

$X(1+i'_t)^h S^a_{t,\,t+h}/S_t$ –	$X(1+i_t)^h$
Capital anticipat în t, pentru data t+h	Costul împrumutului în valoarea X în monedă naţională

Dacă paritatea ratelor dobânzilor neacoperite se verifică, acest tip de câştig dispare prin echilibrare, respectiv

$$\frac{S^a_{t,t+h}}{S_t} = \left(\frac{1+i_t}{1+i'_t}\right)^h \qquad \text{sau}$$

$$Log\,S^a_{t,t+h} - Log\,S_t = h\left[Log(i_t) - Log(i'_t)\right]$$

Astfel, conform acestei teorii, diferenţele de dobânzi se compensează prin variaţiile anticipate ale cursului de schimb, când h=1.

Dacă avem în vedere ratele nominale ale dobânzii, putem găsi fără dificultate relaţia P.P.C. relative. Astfel, conform aprecierii lui Fisher, rata nominală a dobânzii este egală cu suma dintre rata reală a dobânzii şi rata inflaţiei. Dacă notăm cu r_t, rata reală a dobânzii pe plan naţional şi cu r'_t rata reală a dobânzii în străinătate şi presupunem că economia naţională este o economie de mici dimensiuni, putem obţine expresia P.P.C. relative:

$$Log\,S^a_{t,t+h} - Log\,S_t = Log\,i_t - Log\,i'_t =$$

$$= Log\,(r_t+\Pi_t) - Log\,(r'_t+\Pi'_t) = Log\,\Pi_t - Log\,\Pi'_t$$

Această teorie presupune următorul inconvenient: **agentul economic este supus unui dublu risc - cel de nerambursare şi cel al variaţiei cursului de schimb**. Apare acum **posibilitatea unei intervenţii pe piaţa la termen.**

9.2.2.Paritatea ratelor dobânzii acoperită

Pentru a se putea acoperi contra riscurilor ce ţin de incertitudinile viitoare, agenţii economici pot utiliza pieţele la termen. Să presupunem, de exemplu, că un agent deţine o sumă X în monedă naţională, pentru o perioadă h şi are posibilitatea să facă două plasamente ferite de riscul de schimb. Astfel, poate să cumpere la vedere active în monedă naţională pentru valoarea X. În momentul t+h, capitalul său va deveni $X(1+i_t)^h$. Se poate utiliza şi piaţa valutară la termen. În acest caz, agentul va cumpăra active în devize la vedere, în cantitatea X/S_t şi le va revinde simultan la termen. Dacă notăm cu $Z_{t,t+h}$ cursul de schimb la termen (cotaţie indirectă) fixat pentru data t, pentru livrare în t+h, capitalul său în moneda naţională va deveni, în momentul executării contractului la termen, după cum urmează:

$$X(1+i'_t)^h \left(\frac{Z_{t,t+h}}{S_t}\right)$$

Presupunând că cele două dobânzi i_t şi i'_t sunt egale, această strategie devine interesantă numai dacă cursul la termen este superior cursului la vedere (report).

Avantajul unei asemenea operaţiuni, comparativ cu cea prezentată anterior, constă în faptul că se elimină riscul de schimb, întrucât cursurile la vedere şi la termen sunt cunoscute cu certitudine în momentul t. Singurul risc constă în neexecutarea contractului la termen.

Dacă presupunem că un plasament la termen în devize este mai avantajos decât achiziţionarea de active în monedă naţională, pentru orice agent situaţia optimă este aceea de a împrumuta o sumă X în monedă naţională, pentru a cumpăra active în devize şi a le revinde la termen. Profitul realizat în momentul t+h va fi atunci:

$X(1+i'_t)^h\ (Z_{t,t+h}/S_t)$	−	$X(1+i_t)^h$
Valoarea capitalului în momentul executării contractului la termen		Costul împrumutului în valoare X în moneda naţională

Dacă piaţa este eficientă, arbitrajiştii vor face să varieze cursul de schimb la termen, în aşa fel, încât profitul realizat dintr-o asemenea strategie să fie nul. În acest caz, se verifică paritatea ratelor dobânzilor acoperite, respectiv:

$$\frac{Z_{t,t+h}}{S_t} = \left(\frac{1+i_t}{1+i'_t}\right)^h \Leftrightarrow Log\,Z_{t,t+h} - Log\,S_t =$$

$$= h\,Log\,(1+i_t) - Log\,(1+i'_t)$$

În această situaţie, arbitrajiştii se bazează pe dobânzile la termen, fixate în prezent pentru scadenţe viitoare şi deci, nu pe rate ale dobânzii anticipate (ca în cazul precedent). Aceste dobânzi la termen permit acoperirea contra variaţiilor imprevizibile ale cursului de schimb pe pieţele la vedere.

Există şi de această dată **riscul de neexecutare a contractului la termen** sau **riscul ce ţine de ineficienţa arbitrajului acoperit.**

9.2.3. Validări empirice ale paritătii ratelor dobânzii

Problemele puse de verificarea acestei teorii se referă la prezența anticipărilor inobservabile. În literatura de specialitate se întâlnesc două tipuri de teste de verificare.

O primă abordare constă în a presupune de la început anticiparea rațională a agenților($S^a_{t,t+h} = S_{t+1}$), de unde rezultă că teoria PRDA poate fi testată prin ecuația:

$\text{Log } S_{t+1} - \text{Log } S_t = a + b(i_t - i'_t) + X_t$ unde S_{t+1} (respectiv, S_t) este logaritmul cursului de schimb la data $t+1$ (respectiv t), i_t (respectiv,i_t') este rata internă a dobânzii (respectiv, cea externă) și Xt reziduurile de estimare. Teoria se verifică cu condiția ca a să fie 0, b să fie egal cu 1 și X_t să fie nesemnificativ.

O a doua abordare constă în studierea relației între cursul la vedere și cursul la termen, deci în testarea eficienței piețelor la termen. Atât în cazul P.P.C., cât și P.R.D., în ipoteza unui viitor cunoscut cu certitudine, se ajunge la același rezultat: cursul la termen trebuie să fie cel mai bun mijloc de estimare a cursului de schimb la vedere, la o dată ulterioară.

De fapt, paritatea ratelor dobânzilor acționează numai dacă piețele sunt eficiente; diferența între ratele inflației și respectiv, între cursurile de schimb la termen (report sau deport) trebuie să fie egală:

$$\frac{Z_{t+1}}{S_t} = \frac{1+i_t'}{1+i_t} \Leftrightarrow i'_t - i_t \cong \frac{Z_{t+1} - S_t}{S_t}$$

În fapt, teoria P.P.C. postulează că variația cursurilor de schimb trebuie explicată prin diferența de inflație între două țări:

$$\frac{S_{t+1} - S_t}{S_t} \cong \Pi' - \Pi$$

În sfârșit, relația lui Fisher postulează că în situația de echilibru, rata nominală a dobânzii este egală cu suma ratei inflației și ratei reale a dobânzii r:

$$1 + i = (1 + \Pi)(1+r) \Rightarrow i \cong \Pi + r$$

Ținând cont de aceste trei relații, se ajunge la:

$$S_{t+1} = Z_{t+1}$$

Astfel, **cursul la termen este egal cu cursul de schimb la vedere viitor.** Una din posibilitățile de testare a acestei relații este de a examina dacă cursul de schimb la termen este un estimator direct, precis, al cursului de schimb la vedere viitor; urmează, deci, să testăm dacă:

$S_{t+1} - S_t = \alpha + \beta (Z_{t+1} - S_t) + \varepsilon t$

cu $\alpha = 0$, $\beta = 1$ și εt variabilă aleatoare.

Aceste două verificări presupun testarea unor ipoteze conexe: se testează, în același timp, raționalitatea agenților economici (cursul la termen reprezintă, de fapt, cursul viitor)

şi neutralitatea faţă de risc (cursul la termen reprezintă anticipările asupra acestuia).

Studiile întreprinse de Hansen şi Hodrick (1980) [17] pentru perioada anilor '70, urmate de cele aparţinând lui Froot şi Frankel (1989) [18] pentru perioada anilor '80, resping teoria paritătii ratelor dobânzii acoperită, la fel, testele de cointegrare efectuate de Hakkio şi Rush (1989) [19], pentru perioada iulie 1975-octombrie 1986, resping existenţa unei relaţii de cointegrare între cursul de schimb al mărcii faţă de dolar, la vedere şi la termen. Concluziile sunt valabile şi pentru cursul de schimb liră sterlină-dolar.

Concluzia ce se desprinde din aceste studii este următoarea: **cursurile de schimb ale monedelor care sunt legate prin acorduri de schimb nu pot fi cointegrate.** În caz contrar, aceasta ar însemna că unul din cele două cursuri s-ar putea utiliza pentru previzionarea celuilalt. Altfel spus, dacă două cursuri sunt cointegrate, ipoteza conexă de eficienţă a pieţelor este respinsă.

Dacă valoarea β este negativă, cursul de schimb la termen previzionează evoluţii contrare variaţiilor de curs la vedere. Aceste rezultate sunt infirmate de îndată ce se introduc alte ipoteze. Astfel, Fama [20] propune substituirea ipotezei exis-

17 L.P. Hansen, R.J. Hodrick (1980) - Forward exchange rates as optimal prediction of future-spot rates; an econometric analysis, Journal of political economy, vol. 88, no.5

18 K.A. Froot, J.A. Frankel (1989) - Forward discount bias: is it an exchange risk premium ? Quarterly journal of economics, vol. 104, no.1, februarie

19 C.S. Hakkio, M. Rush (1989) - Market efficiency and co-integration; an application to the sterling and deutschemark exchange markets, Journal of international money and finance, vol. 8

20 E.F. Fama - Forward and spot exchange rates, Journal of Monetary

tenţei unei prime de risc variabil cu cea a neutralităţii agenţilor faţă de risc. Frankel şi Froot [21] (1990) explică la rândul lor că respingerea teoriei paritătii ratelor dobânzii neacoperite este cauzată de erorile de anticipare. Studiul lor demonstrează că variabilitatea cursului de schimb la termen în perioada iunie 1981-august 1989, se datorează în principal variaţiei anticipărilor, care sunt deviate.

Din toate aceste verificări, se desprinde o singură concluzie certă: **cursul la termen previzionează prost, incorect, evoluţia cursului de schimb la vedere. Ipoteza paritătii ratelor dobânzii acoperite este, deci, astăzi infirmată.**

9.3. Modelul monetarist

În primii ani ai deceniului '70, şi-a făcut apariţia o nouă tehnică de modelare a cursului de schimb. **Modelele de inspiraţie monetaristă au atribuit monedei un rol primordial în explicarea dezechilibrelor pasagere ale schimburilor externe,** acestea având un impact pe termen lung asupra sectorului real. Aportul principal, comparativ cu modelul neokeynesist constă în faptul că se porneşte de la ideea că în fiecare moment există o cerere de încasări, confruntată cu o ofertă exogenă de monedă.

Economics, vol. 14, noiembrie 1984

21 K.A. Froot, J.A. Frankel - Forward discount bias: is it an exchange risk premium ? Quarterly Journal of Economics, vol. 104, no.1, februarie 1989

9.3.1. Ipotezele modelului monetarist de bază

Se porneşte de la trei ipoteze principale:

a.) - paritatea puterilor de cumpărare este valabilă în permanenţă, ceea ce presupune existenţa unor preţuri perfect flexibile. Putem scrie atunci sub formă logaritmică:

$$\text{Log } P_t = \text{Log } P'_t + \text{Log } S_t \qquad (1)$$

unde P_t şi P'_t reprezintă nivelul preţurilor interne şi străine şi S_t cursul de schimb nominal (S_t creşte dacă moneda ţării în cauză se depreciază). Se remarcă, într-un asemenea tip de model, că P.P.C. rezultă din legea preţului unic, deci nu din arbitrajul între două monede;

b.) - cererea de monedă este stabilă. Ipoteza principală a modelelor monetariste este aceea că oferta de monedă este determinată de comportamentul autorităţilor. Echilibrul pe piaţa monetară poate fi caracterizat prin:

$$\text{Log } M_t - \text{Log } P_t = \alpha \text{ Log } Y_t - \beta \text{ Log } (i_t) \quad \alpha, \beta > 0 \qquad (2)$$

unde M_t reprezintă masa monetară, Y_t venitul real şi i_t rata nominală a dobânzii.

La fel, putem scrie pentru o ţară parteneră:

$$\text{Log } M'_t - \text{Log } P'_t = \alpha \text{ Log } Y'_t - \beta \text{ Log } (i'_t) \quad \alpha, \beta > 0 \qquad (3)$$

c.) - teoria paritătii ratei dobânzilor acoperite se verifică. Capitalurile sunt presupuse a fi perfect mobile şi substituibile. Aceasta înseamnă, de fapt, inexistenţa controlului asupra

schimbului valutar şi, totodată, inexistenţa aversiunii faţă de risc, din partea agenţilor economici.

Dezechilibrele de balanţă de plăţi sunt, în aceste condiţii, finanţate în mod automat, prin mişcările de capitaluri între cele două ţări. Putem, deci, să scriem:

$$i_t = i'_t + S^a_{t-1}$$

unde $S^a_{t+1} = S^a_{t+1} - S_t$ este rata de depreciere anticipată a cursului de schimb.

Se presupune, de asemenea, că rata şomajului în cele două ţări este la nivelul său natural, respectiv la termen, politica monetară nu are incidenţă asupra sectorului real.

9.3.2. Rezolvarea şi rezultatele modelului

Rezolvarea sistemului format din ecuaţiile (1) şi (3) ne permite să obţinem exprimarea cursului de schimb:

$$\text{Log } S_t = (\text{Log } M_t - \text{Log } M'_t) - \alpha (\text{Log } Y_t - \text{Log } Y'_t) + \beta (\text{Log } (i_t) - \text{Log } (i'_t)) \qquad (4)$$

Ţinând cont de ecuaţia (4) putem scrie:

$$\text{Log } S_t = (\text{Log } M_t - \text{Log } M'_t) - \alpha (\text{Log } Y_t - \text{Log } Y'_t) + \beta S^a_{t+1} \qquad (5)$$

Se observă, deci, că **modelul monetarist previzionează o depreciere a cursului de schimb al monedei naţionale în situaţii de creştere a masei monetare, de scădere a venitului naţional real sau de creştere a ratei dobânzii, în raport cu aceleaşi variabile, în alte ţări.** Moneda naţională se depreciază când creşte rata dobânzilor pe plan intern, aceasta din urmă nefiind decât reflectarea unei anticipări de depreciere a monedei respective. Aceste concluzii sunt opuse celor din modelele bazate pe elasticităţi care conduc la

concluzia de apreciere a cursului de schimb, când venitul național scade sau când rata dobânzii crește.

Dezvoltările de mai sus ne determină să formulăm două observații. În primul rând, abordarea monetaristă se bazează pe validitatea teoriei P.P.C. După cum am putut constata, această ipoteză este greu de acceptat pe termen scurt, doar ipoteza P.P.C. pe termen lung putând fi verificată și aceasta presupunând o ajustare lentă a prețurilor la P.P.C.. Apoi, ipoteza de perfectă mobilitate a capitalurilor arată prin intermediul P.R.D.N.A. că soldul extern nu exercită influență asupra cursului de schimb. După cum am văzut, însă, teoria parității ratelor dobânzii neacoperită nu se verifică. **În consecință, soldul extern poate influența determinarea cursului de schimb.**

9.3.3. Verficările empirice

Modelul monetarist se verifică, de regulă, prin intermediul următoarei ecuații:

$$\text{Log } S_t = \alpha_1 (\text{Log } M_t - \text{Log } M'_t) \alpha_2 (\text{Log } Y_t - \text{Log } Y'_t) \alpha_3 (\text{Log}(i_t) - \text{Log } (i_t))$$

Printre primele verificări empirice ale acestui model, se numără cea efectuată de Frenkel în 1976 [22]. Modelul său presupune că α_1 este unitar, α_2 este negativ și α_3, pozitiv. Modelul prezentat anterior este reprezentativ, întrucât se presupune, atât neutralitatea monedei pe termen lung ($\alpha_1 = 1$), cât și faptul că o creștere a venitului național va suplimenta cererea de monedă, ceea ce antrenează o scădere a S($\alpha_2 < 0$) și, totodată, că o creștere a ratei dobânzii provoacă o depreciere a monedei ($\alpha_3 > 0$). Frenkel estimează această relație pentru cursul marcă/dolar, în baza datelor lunare din perioada februarie 1920-noiembrie 1923. Rezultatele obținute permit să tragem concluzia că, **în perioade de hiperinflație, variabilele monetare reprezintă principalii determinanți ai cursului de schimb**. Destul de puține studii au confirmat de atunci teza monetaristă. Unii autori au încercat să modifice modelul monetarist de bază pentru a obține rezultate mai bune. Este cazul lui Frankel [23/24] (1982-1984) care pornește de la ipoteza că cererea de monedă este o funcție instabilă. Rezultatele sale au fost criticate: Meese și Rose (1991) [25] au arătat că deformațiile temporale ale cererii de monedă nu explică eșecul modelelor monetariste.

În concluzie, putem afirma că **modelul monetar de determinare a cursului de schimb nu se verifică decât în perioadele de hiperinflație.**

9.4. Modelul Mundell - Fleming

În prezent, economiștii sunt preocupați de determinarea cursului de schimb "adecvat". O asemenea determinare ridică

22 J.A. Frenkel - A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence, Scandinavian Journal of Economics, vol. 78, no.2, 1976

23 A. Frankel (1982) - The mistery of the multipling markets: a six - currency assuming mean-variance optimization, Journal of international money and finance, vol. 1, p. 51-519

24 A. Frankel - Tests of monetary and portofolio balance models of exchange rate determination, in "Exchange rate theory and practices", University of Chicago Press, Marston eds.

25 R.A. Meese, A.K. Rose (1991) - An empirical assessment of nonlinearities in models of exchange rate determination, Review of economic studies, vol. 58, p. 603-619

o serie de întrebări: este vorba de cursul de schimb de echilibru ? Dacă da, ce fel de echilibru ?

Răspunsul firesc ar fi - cel al balanței de plăți. **Echilibrul balanței operațiunilor curente nu reprezintă, însă, un obiectiv imperios necesar pentru toate țările**; unele țări sunt și pot rămâne multă vreme importatoare nete de mărfuri sau exportatoare nete de capitaluri.

Poate fi vorba atunci de cursul de schimb ce corespunde datelor economice fundamentale ? Acestea sunt mai multe: inflația, gradul de ocupare, competitivitatea ... În capitolul precedent am văzut care sunt factorii ce exercită influențe asupra cursului de schimb sau, altfel spus, care sunt determinanții acestuia. Se pune acum întrebarea: care este influența cursului de schimb asupra economiei ?

Diferitele curente teoretice, cum sunt cel keynesist (abordarea pe bază de elasticități) și neoclasic (Mundell-Fleming) au studiat repercursiunile variației cursurilor de schimb asupra economiei, prin influența exercitată asupra balanței de plăți. Teoriile monetariste și teoria opțiunilor de portofoliu analizează îndeosebi consecințele politicilor monetare asupra balanței de plăți și cursului de schimb.

Cursul de schimb intervine, deci, în determinarea echilibrului macroeconomic. Modelul dezvoltat de R.A. Mundell [26] și J.M. Fleming [27] a introdus noțiunea de balanță de plăți în cadul modelului neokeynesist de tipul IS - LM, reluând, astfel, o versiune a schemei keynesiste aplicată la economia

26 R.A. Mundell - The appropriate use of monetary and fiscal policy for internal and external stability, I.M.F. staff papers, vol. 9, noiembrie 1962
27 J.M. Fleming - Dynamic financial policies under fixed and floating exchanges rate, I.M.F. staff papers, vol. 9, noiembrie 1962

deschisă. Cu toate criticile la care a fost supus, acest model constituie și astăzi **un instrument important de analiză macroeconomică.** Astfel, scopul pe care și l-au propus cei doi economiști canadieni a fost acela de **a determina cea mai bună politică - monetară sau bugetară** - în funcție de regimul de schimb în vigoare și gradul de substituire a capitalurilor. Considerat și astăzi drept **un model de bază,** modelul Mundell- Fleming se constituie într-un **pasaj obligatoriu pentru pregătirea profesională a economiștilor.**

9.4.1. Ipotezele modelului

În cele ce urmează, se va încerca o definire a ipotezelor și apoi o explicare a modului de funcționare, limitându-ne la cazul cursurilor de schimb flexibile.

Modelul comportă o piață a bunurilor și serviciilor, o piață monetară internă și o piață valutară. Ipotezele de la care se pornește sunt următoarele:

- ajustarea se face prin cantități și nu prin prețuri;

- la export, prețurile sunt considerate constante, la import, prețurile sunt în funcție de cursul de schimb;

- producția este determinată de cererea efectivă;

- se presupune, de asemenea, că substituirea între bunurile economice interne și cele străine este imperfectă; în schimb, între active, substituirea este perfectă. Aceasta înseamnă că nu există anticipări cu privire la fluctuațiile de curs și deci, nici comportamente speculative;

- economia este de scară suficient de redusă, pentru a se putea ține cont de variabilele străine, ca date esențiale, acestea neputând fi afectate de acțiunile de politică economică internă.

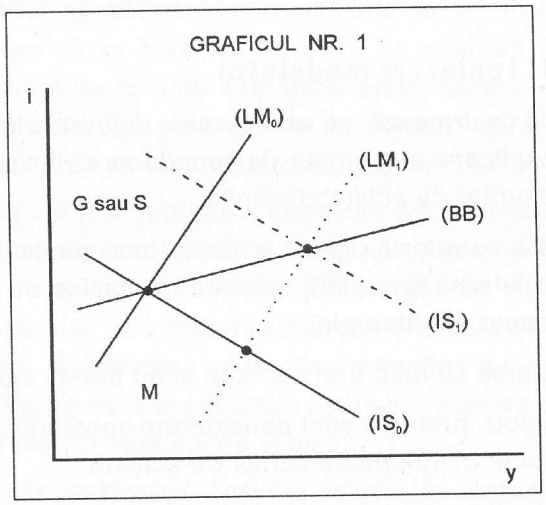
Echilibrul pe cele trei piețe poate fi definit în cele ce urmează:

a. Piața bunurilor și serviciilor

Dacă notăm cu Y venitul național, cu Z volumul importurilor, cu C consumul, cu I investițiile, G cheltuielile publice, X volumul exporturilor și S cursul de schimb, relația de echilibru (IS) se poate scrie atunci:

$$Y + \overset{+}{Z}(\overset{-}{Y}, \overset{+}{S}) = \overset{+}{C}(Y) + \overset{-}{I}(i) + \overset{-}{X}(S) + G$$

GRAFICUL NR. 1



În graficul nr.1, este reprezentată relația (IS) ca fiind locul geometric al echilibrului pe piața bunurilor și serviciilor, la un curs de schimb dat. Se constată că orice creștere a lui G sau scădere a lui S va avea drept consecință o deplasare a dreptei (IS) către dreapta (de la IS_0, la IS_1).

b. Piața monedei

Se notează cu M oferta de monedă determinată de autoritățile monetare și cu L cererea de monedă din partea

rezidenților. Aceasta din urmă este în funcție crescândă de venit (motiv de tranzacție și prudență) și descrescândă , în funcție de dobânzi (motiv de speculare). Echilibrul rezultă din egalitatea care reprezintă ecuația curbei (LM):

$$M = \overset{+}{L}(Y, \overset{-}{i}) \bullet$$

Se observă, tot din graficul 1, că (LM) se deplasează spre dreapta, în cazul unei politici expansioniste.

c. **Echilibrul intern**

În situația cursurilor flexibile, teoretic banca centrală nu intervine pe piața valutară. Balanța de plăți este în echilibru, atunci când fluxul de capitaluri permite finanțarea deficitului comercial, în baza relației existente între diferitele solduri ale acesteia: soldul curent în volum + intrările nete de capitaluri = variația rezervelor (nulă, în cazul nostru).

Soldul curent depinde de venitul Y, întrucât creșterea P.I.B. generează o creștere a importurilor. Aceasta variază în sens invers cursului de schimb (cu condiția să se verifice teorema elasticității critice). Fluxul de intrare a capitalurilor depinde doar de rata dobânzii interne:

$$\overset{-}{B}(\overset{-}{(Y}, \overset{+}{S}) + \overset{\blacksquare}{K}(i) = 0$$

Drepta (BB), reprezentată în graficul nr. 1, este locul punctelor de echilibru ale balanței de plăți. Echilibrul pe cele trei piețe este determinat de intersecția celor trei curbe (LM), (LM) și (BB).

9.4.3. Importanța modelului

Modelul ne ajută să înțelegem cum se poate atinge o situație de echilibru, ca urmare a unui șoc exogen. Putem, astfel, vedea ce fel de politică economică-bugetară sau monetară - trebuie pusă în aplicare.

În cazul regimului cursurilor flexibile, spre deosebire de situația cursurilor fixe, singurul obiectiv al politicilor economice este de natură internă și anume, cum poate fi adus venitul național la nivelul de ocupare deplină, fără tensiuni inflaționiste.

Obiectivul extern, care constă în menținerea unui anumit volum dorit al rezervelor oficiale, dispare, întrucât piața valutară face să varieze S, care echlibrează balanța de plăți.

GRAFICUL NR. 2

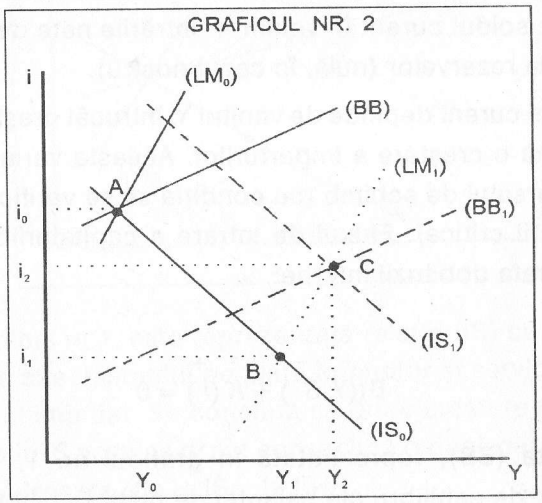


Figura nr. 2 prezintă efectul unei expansiuni prin monedă. Se constată că dreapta (LM) se deplasează în (LM_1) și

economia de la A la B. Rata dobânzii scade de la i_0 la i_1, ceea ce constituie, de fapt, o frână pentru intrarea capitalurilor.

Relansarea activității economice provoacă un deficit al conturilor curente. Cele două efecte au atunci drept consecință deprecierea cursului de schimb (S crește). Sporul de competitivitate care rezultă permite îmbunătățirea activității economice (deplasarea lui IS către dreapta), urmată apoi de o creștere a dobânzilor care antrenează un aflux de capitaluri, ceea ce va reduce pe măsură deficitul contului capital.

Pe total, se regăsește echilibrul simultan pe cele 3 piețe în punctul C. La fel se poate comenta efectul unei măsuri de politică bugetară. În situația substituției capitalurilor, efectul multiplicator al unei politici bugetare (de cheltuieli publice) expansioniste este mai slab decât efectul unei politici monetare expansioniste, respectiv nul, în cazul de substituție perfectă (efectul de apreciere a cursului deteriorează soldul balanței comerciale până la reducerea completă).

9.4.4. Validări empirice și critici aduse modelului

Cu toate că reprezintă punctul de pornire și baza de reflexie în materie de instrumente de politică economică, modelul Mundell- Fleming a fost destul de puțin utilizat ca mijloc de determinare a cursului de schimb. Făcându-se o legătură între dinamica cursurilor și situația balanței curente, s-a încercat totuși aplicarea sa în cazul Statelor Unite [28], între anii 1980-1985 (studiile Frankel și Froot - 1985). Creșterea

28 pentru detalii, a se vedea J.M. Siroën - "Le désordre monétaire international" - Hatier, Paris, 1991, p. 212-229 .

dolarului a fost, astfel, explicată ca fiind rezultanta conjuncției deficit bugetar - creștere a ratei dobânzilor → deficit comercial.

Această abordare permite explicarea mișcărilor cursurilor de schimb pe termen mediu, în deceniul 1970. Primii ani ai deceniului 1980 au fost marcați de o veritabilă și profundă răsturnare a abordărilor teoretice. S-a încercat, mai întâi, în cadrul aceluiași model, o reconciliere între modul financiar de determinare a cursului de schimb pe termen scurt și procesul de echilibru pe termen lung. Această delimitare a orizontului temporal i-a permis lui Dornbush (1976)[29] să propună o analiză dinamică a comportamentului cursului de schimb: dacă pe termen scurt mișcările de capital și, respectiv, paritatea ratei dobânzii explică fixarea cursurilor, pe termen lung, dimpotrivă, echilibrul este redat prin P.P.C.

Modelului i-au fost formulate trei critici mai importante. O primă critică respinge ipoteza substituției perfecte a bunurilor economice, în favoarea capitalurilor, care pare a fi mai realistă (a se vedea Dornbush - 1976, op. cit.). Astfel, rata dobânzii interne nu trebuie să fie identică cu cea din străinătate, ci randamentele nete ale diferitelor active economice. Conform aceluiași autor, introducerea anticipărilor de curs permite explicarea variațiilor actuale, ca fiind în funcție de variațiile de curs viitoare. Viziunea dinamică asupra fixării cursurilor lipsește, deci, în cadrul acestui model. O a doua critică aparține autorilor P. Artus, P. Morin, H. Sterdyniak (1979). Aceștia arată că ipoteza de fixitate a prețurilor de la care pornește modelul nu permite să se țină

29 R. Dornbush - Expectations and exchange rate dynamics, Journal of political economy, vol. 84, no. 6, 1976

cont de creșterea prețurilor interne, ca urmare a unei deprecieri monetare și de impactul variației de prețuri asupra cererii de monedă. Ultima critică repune în discuție interpretarea făcută de Mundell și Fleming cu privire la echilibrul balanței de plăți. După cum arată H. Bourguinat (1985)[30], acest model confundă echilibrul balanței de plăți, definit "ex-post", deci din punct de vedere contabil, cu echilibrul pieței valutare, definit "ex- ante".

Polarizându-se pe balanța de plăți, modelul lasă să se înțeleagă că structura acesteia se poate adapta la condițiile de echilibru. Astfel, în regimul cursurilor flotante, deficitul curent este compensat automat prin soldul mișcărilor de capital. În toate țările, însă, se acordă atenție echilibrului balanței curente (uneori, chiar numai balanței comerciale). Aceasta, pentru simplul motiv că intrările de capitaluri sub forma împrumuturilor externe și investițiile directe sunt limitate. Dacă depășesc o anumită limită, acestea pun în discuție solvabilitatea sau independența țării în cauză. Dacă modelul s-a aplicat foarte bine în S.U.A., aceasta se explică prin faptul că este singura țară care dispune de privilegiul de a-și putea rambursa datoria externă în monedă proprie.

În ceea ce privește **politica economică de urmat, concluzia modelului este că politica bugetară este eficientă în sistemul cursurilor rigide (mai puțin, însă, în economia deschisă, decât în cea închisă).**

În cadrul regimului cursurilor flotante, cu cât piața capitalurilor tinde către perfecțiune (este mai liberalizată), cu atât politica bugetară este mai puțin eficientă.

30 H. Bourguinat - L'économie mondiale à découvert. Ed. Calmann -Levy, Paris, 1985

Aceasta, spre deosebire de politica monetară, care este eficientă doar în situația cursurilor flotante.

O serie de economiști, unii chiar de formație keynesiană, consideră că flotarea monedelor a constituit cea mai bună politică de răspuns la șocurile petroliere. Se mai poate adăuga faptul că programele FMI, destinate țărilor cu datorii externe importante, au prevăzut întotdeauna o depreciere prealabilă a monedei.

9.5. Teoria opțiunilor de portofoliu

Această abordare, de inspirație neokeynesistă (Tobin), a precedat, din punct de vedere istoric, versiunea modernă a abordării monetare a balanței de plăți, care, de fapt, se inspiră din aceasta. Raționamentul are la bază stocurile, substitirea realizându-se între moneda națională și titlurile financiare naționale, pe de o parte și titlurile străine, pe de altă parte.

Ipoteza comună a modelelor inspirate din această teorie constă în faptul că reacția agenților economici la un șoc monetar este aceea de reajustare a fondurilor de care dispun, prin intervenții pe piețele financiare. Aceste piețe diferă în funcție de originea, națională sau străină, a titlurilor schimbate.

Literatura economică face distincție între două tipuri de modele cu opțiune de portofoliu. Astfel, **primul tip de model exclude prezența monedelor străine în componența portofoliului agenților (active imperfect substituibile).** Această ipoteză, dezvoltată la început de Tobin (1969) [31] și reluată, apoi, într-un studiu, de către W.H. Branson, H.

31 J. Tobin (1969) - A general equilibrum approach to monetary theory, Journal of money, credit and banking, februarie

Halttunen și P. Masson (1977)[32], permite explicarea realocărilor de portofoliu, generate de deficitele sau excedentele balanței tranzacțiilor curente. **Al doilea tip de model pornește de la ipoteza inversă: o economie în care activele aflate în posesia agenților economici sunt perfect substituibile.** Mai precis, aceștia dețin în portofoliu, atât monedă națională, cât și devize. Această abrodare teoretică datează din 1981 (L. Girton și D. Roper)[33]. Comportamentele de substituire între monede repun în discuție independența politicilor monetare, în cadrul regimului de cursuri flexibile, se demonstrează în studiul citat.

Modelul de ajustare a portofoliului de devize permite studierea impactului politicilor economice asupra variației cursului de schimb. Mai exact, aprecierea sau deprecierea monedei naționale este însoțită de o creștere a ratei dobânzii, ceea ce contrazice concluziile modelelor monetariste și keynesiste.

9.5.1.Ipotezele modelului

O primă ipoteză se referă la compoziția portofoliului agenților economici. Se presupune că rezidenții dețin monedă națională, titluri naționale și titluri străine. Deținerea de titluri străine este posibilă numai dacă există un excedent al balanței curente. Cererea de monedă și de titluri este influențată de variațiile ratelor dobânzii, nominale, naționale și

32 W.H. Branson, H. Halttunen, P. Masson (1977) - Exchange rates in the short run: the dolar/deutschmark rate, European economic review, vol. 10, p. 303, 324

33 L. Girton, D. Roper (1981) - Theory and implications of currency substitution, Journal of money, credit and banking, februarie

străine. În mod formal, echilibrul pe piața monetară și pe piața activelor financiare se definește după cum urmează:

$$\frac{M}{W} = m^{d}(i, i') \qquad (1)$$

$$\frac{B}{W} = b^{d}(i, i') \qquad (2)$$

$$\frac{SF}{W} = f^{d}(i, i') \qquad (3)$$

unde M. B, F reprezintă încasările monetare totale, activele financiare în monedă națională și activele financiare în devize. S este cursul de schimb, m^d, b^d și f^d reprezintă cererea de monedă și, respectiv, cererea de titluri naționale și străine. Se notează cu i și i' ratele dobânzii nominale interne și din străinătate. În sfârșit, W reprezintă avuția națională și este suma M, B și F. Avuția deținută de agenții economici rezidenți este, deci, în parte sub formă de monedă și, în parte, sub formă de active naționale și străine.

O a doua ipoteză descrie variabilele de ajustare, care asigură echilibrul celor trei piețe, atunci când una din componentele avuției financiare este modificată, ca urmare a unor factori exogeni. În sistemul de ecuații precedent, singurele variabile endogene sunt cursul de schimb și rata dobânzii interne. Variațiile celorlalte variante constituie o reflectare a politicilor discreționare, respectiv, fie o variație a masei monetare, legată de o politică de open-market, fie o variație a lui B, concomitentă cu o politică de finanțare a deficitului bugetar prin împrumut obligatar, fie o variație a SF, legată de o intervenție a băncii centrale pe piața titlurilor străine.

Sensul variației acestor variabile este următorul:

$$\frac{\partial m^{d}}{\partial t} < 0, \quad \frac{\partial m^{d'}}{\partial t'} < 0 \qquad (4)$$

$$\frac{\partial b^{d}}{\partial t} < 0, \quad \frac{\partial b^{d}}{\partial t'} < 0 \qquad (5)$$

$$\frac{\partial f^{d}}{\partial t} < 0, \quad \frac{\partial f^{d}}{\partial t'} < 0 \qquad (6)$$

Impactul diferitelor șocuri asupra cursului de schimb și efectul unei politici monetare expansioniste sau restrictive constituie problemele care interesează în continuare.

O politică monetară expansionistă presupune o scădere a ratei dobânzii, ceea ce produce o creștere a cererii de încasări monetare, dar și a cererii de titluri străine. Această creștere este compatibilă cu echilibrul pe piața activelor financiare doar dacă crește cursul de schimb, respectiv dacă moneda națională se depreciază. În final, scăderea ratei dobânzii este urmată de o creștere a cursului de schimb.

Efectul unei politici bugetare finanțate prin împrumut obligatar se traduce printr-o creștere a ratei dobânzii, care îi determină pe rezidenți să solicite cât mai multe titluri naționale. Această creștere are două efecte opuse asupra cursului de schimb. Pe de o parte, creșterea cererii de titluri naționale ar trebui să provoace o creștere a cursului de schimb. În același timp, scăderea cererii de titluri străine, concomitentă cu creșterea ratei dobânzii, ar trebui să determine scăderea cursului. În consecință, **moneda națională se apreciază** numai dacă elasticitatea cererii de titluri naționale în raport cu rata dobânzii este superioară elasticității cererii de titluri străine. În cazul contrar, **moneda se depreciază**. În

cazul în care autoritățile suplimentează titlurile străine, ca urmare a unui excedent al balanței de plăți, rata dobânzii nu se modifică. Cursul de schimb se apreciază.

Aceste modele au, ca și modelele monetariste, același rezultat: **o variație a ofertei de monedă provoacă o variație în același sens a cursului de schimb.** Modelele nu prezintă interes decât din punct de vedere teoretic. Comportamentele de ajustare a portofoliului nu se verifică empiric (studiul Branson, Halttunen și Masson - 1979). Această invalidare empirică a dat ulterior naștere altor dezvoltări teoretice. Modelul cu substituire a monedelor constituie, în această optică, un prim răspuns la limitele modelelor de ajustare a portofoliului.

9.6. Modelul cu substituire între monede

Modelele de opțiune de portofoliu, în care intervin comportamente de substituire între monede, presupune două particularități importante față de modelul precedent și anume: rezidenții dețin, pe lângă monedă națională, monede străine (devize); titlurile naționale și străine sunt perfect substituibile. Activele nemonetare comportă, deci, o singură rată de randament. În același timp, ipoteza anticipărilor statice dispare: agenții economici nu anticipează, deci, o stabilitate a cursului de schimb. Anticipările sunt presupuse a fi adaptabile sau raționale. În aceste condiții, pentru deținătorii de portofolii se pune problema de a alege cantități optime de devize, știind că arbitrajul între diferitele monede este în funcție de nivelul producției mondiale, ratelor randamentului activelor nemonetare și, respectiv monetare, precum și de prețurile bunurilor cerute în diferite țări.

Cadrul analizei pornește de la ipoteza existenței funcțiilor cererii de monedă, după formula următoare:

$$M_i - P_i = m^d [Y, (r_i - r), (r_i - r_j), \theta]$$

$$i = 1, ..., n \qquad j = 1, ..., 1 \qquad (7)$$

M_i și P_i reprezintă cantitatea de monedă cerută în țara i și, respectiv, indicele prețurilor bunurilor economice în aceeași țară. Cererea de monedă depinde de producția mondială Y, de diferența între rata randamentului real anticipat al monedei țării i, notat cu r_i și rata randamentului activelor nemonetare, notată cu r. Mai depinde, de asemenea și de diferența de randament între monede. Vectorul parametrilor θ conține, între altele, un coeficient de substituție între diferitele monede.

Relația de mai sus descrie, deci, un sistem comportând atâtea ecuații, câte țări cu monedă cerută există. Variabila curs de schimb nu apare în mod explicit și, din acest motiv, a fost necesară introducerea a două ipoteze suplimentare și anume:

- se pornește de la ipoteza P.P.C., scrisă sub formă logaritmică:

$$\text{Log } S_{i,j} = \text{Log } P_i - \text{Log } P_j \qquad (8)$$

- presupunând că se verifică ipoteza precedentă, variația anticipată a cursului de schimb trebuie să reflecte ecartul între ratele anticipate ale inflației. În aceste condiții, ecartul între ratele reale de randament anticipate, aparținând celor două monede r_i și r_j, este egal cu diferența între ratele dobânzilor nominale și variația anticipată a cursului de schimb.

Conform ipotezelor de mai sus, cursul de schimb la vedere este legat iarăși de variația sa anticipată. Astfel, scăzând, două câte două, ecuațiile din relația (7), se obține o expresie de genul:

$$S_{i,j} = F(\tau_i - \tau_j, \dot{S}^a_{i,j}, \theta) \qquad (9)$$

în care (τ_i) şi (τ_j) reprezintă ratele de randament nominale ale monedelor celor două ţări i şi j, iar S^a este variaţia anicipată a cursului de schimb.

Să examinăm, în continuare, implicaţiile acestor ipoteze asupra comportamentelor de substituire între monede.

Rolul jucat de aceste comportamente este examinat în funcţie de efectul variaţiilor de randament real anticipat al celor două monede asupra cursului de schimb la vedere. Acest efect se măsoară printr-un coeficient de substituţie între monede.

În cazul în care ecuaţia (9) este lineară, se demonstrează că evoluţia cursului de schimb este cu atât mai instabilă, cu cât substituirea între monede este mai ridicată. Un asemenea rezultat are consecinţe asupra sensului politicilor monetare. **Cu cât substituţia între devize este mai puternică, cu atât băncile centrale din fiecare ţară au mai puţină marjă de manevră pentru a acţiona în mod individual**. Funcţiile individuale ale cererii de monedă fiind instabile, un coeficient de substituţie ridicat presupune o coordonare a politicilor monetare.

În concluzie, modelele de opţiune de portofoliu scot, deci, în evidenţă rolul ce revine comportamentelor de substituire între monede, dând naştere unor verificări empirice satisfăcătoare, comparativ cu modelele de ajustare de portofoliu (B. Brittain - 1981) [34]. Totuşi, ca şi acestea din urmă, presupun o deficienţă: factorii care determină opţiunea agenţilor cu privire la componenţa portofoliului nu rezultă în mod clar. **Modelele de variaţie - speranţă răspund acestei**

34 B. Brittain (1981) - International currency substitution and the apparent instability of relocity in some Western European economies and the United States, Journal of money, credit and banking; mai.

lacune, explicând fundamentul microeconomic al comportamentelor de opţiune de portofoliu (G. Nancy - 1977)[35].

9.7. Abordările dinamice

9.7.1. Modelul lui Rudiger Dornbush

Aşa cum am văzut, modelele monetariste presupun că se verifică ipoteza P.P.C.. Dat fiind faptul că, empiric ipoteza P.P.C. nu se verifică, există două posibilităţi. Prima constă în conservarea modelului monetarist ca atare, explicându-se neverificarea P.P.C. prin dificultatea construirii unor indici comparabili preţurilor între diferitele ţări. A doua constă în a se ţine cont, în mod explicit, de deviaţiile în raport cu P.P.C.. **R. Dornbush**, în 1976, a avut ideea introducerii ipotezei că preţurile bunurilor şi serviciilor se ajustează în mod lent, în timp ce pieţele activelor financiare rămân, ca în modelele monetariste de bază, mereu în echilibru.

Principala implicaţie a acestei ipoteze este următoarea: în vederea obţinerii egalităţii între cerere şi ofertă pe piaţa monetară, cursul de schimb trebuie să se ajusteze în mod progresiv, compensând prin mişcările sale, rigiditatea preţurilor. Traiectoria urmată de cursul de schimb depinde, astfel, de natura anticipărilor agenţilor economici.

Modelul descrie atât caracteristicile echilibrului static pe termen lung, cât şi procesul de ajustare dinamică care rezultă. Echilibrul de stoc pe piaţa monetară nu este realizat în mod instantaneu; cererea de monedă (fluxul) asigură ajustarea progresivă a încasărilor existente, la încasările dorite.

35 G. Nancy - Gestion du risque de change et mouvements de capitaux, Economica, Paris, 1977

Acest joc între stocuri şi fluxuri permite trecerea de la starea de echilibru pe termen scurt, la echilibrul static pe termen lung.

Modelul lui Dornbush păstrează din modelul monetarist două coordonate: echilibrul pieţei monetare şi paritatea ratelor dobânzii neacoperite. Diferenţierile se referă la determinarea preţurilor şi anticipărilor în curs.

În cazul unei economii de mici dimensiuni, modelul este compus din 5 ecuaţii. Prima ecuaţie reprezintă echilibrul pe piaţa monetară. Ca şi în modelul monetarist standard, masa monetară este exogenă, iar echilibrul pe această piaţă se realizează prin variaţiile ratei dobânzii. Avem, deci, ca primă ecuaţie:

$$m - p = \alpha y - \beta i \quad , \alpha, \beta > 0 \qquad (1)$$

unde m este logaritmul ofertei de monedă, p este logaritmul nivelului preţurilor, y logaritmul venitului real exogen şi i rata dobânzii nominale.

A doua ecuaţie reprezintă paritatea ratei dobânzilor neacoperite, respectiv substituţia perfectă a capitalurilor. Diferenţa de dobânzi este, astfel, egală cu evoluţia anticipată a cursului de schimb. Putem scrie, deci:

$$i - i' = \dot{s}^a \quad \text{cu} \quad \dot{s}^a = s^a - s \qquad (2)$$

unde i' este rata dobânzilor în străinătate şi $\dot{s}^a$, variaţia anticipată a cursului de schimb.

A treia ecuaţie exprimă echilibrul pe piaţa internă a bunurilor economice. În vederea asigurării echilibrului cerere-ofertă, preţurile pe această piaţă evoluează în mod progresiv. Vom avea deci:

$$d = \varphi y + \delta (s + p' - p) - \sigma \left(i - \frac{dp}{dt}\right) + d_0 \qquad (3)$$

unde s + p' - p este cursul de schimb real: d, cererea internă de bunuri şi d_0, cererea autonomă.

A patra ecuaţie reprezintă evoluţia preţurilor, care este în funcţie de diferenţa dintre cererea internă de mărfuri şi oferta, presupusă fixă şi notată cu y.

$$\frac{dp}{dt} = \varepsilon (d - y) \qquad (4)$$

În sfârşit, a cincea ecuaţie reprezintă anticipările de curs. Agenţii economici prevăd o ajustare progresivă a cursului către nivelul de echilibru pe termen lung (anticipări regresive sau cvasiraţionale). Fie,

$$\dot{s}^a = \theta (\tilde{s} - s) \quad 0 < \theta < 1 \qquad (5)$$

unde $(\tilde{s})$ este cursul de schimb de echilibru pe termen lung. În funcţie de valoarea parametrului θ, anticipările agenţilor vor avea forme diferite. În cazul anticipărilor raţionale, aceştia prevăd cu exactitate evoluţia de revenire la echilibru, ca urmare a unui şoc exogen neanticipat; în consecinţă, θ este egal cu 1, de exemplu: $\dot{s}^a_t = (s_{t+1} - s_t)$.

S-ar putea considera, de asemenea, cazul anticipărilor adaptative: $\dot{s}^a_t = \varphi (s_t - s_{t-1}), \theta > 0$. Dornbush utilizează ipoteza anticipărilor regresive sau cvasiraţionale, respectiv o soluţie intermediară celor două anterioare. Acest gen de anticipare presupune că agenţii cunosc cursul de schimb de termen lung $\tilde{s}$ şi că evoluţia anticipată a cursului este conver-

gentă către cursul pe termen lung (ecuația (5)). Avantajul principal al anticipărilor cvasiraționale constă în eliminarea evoluțiilor divergente ale anticipărilor raționale și în faptul că necesită mai puțină informație.

Presupunând că pe termen lung rata creșterii prețurilor și evoluția cursului de schimb sunt nule, vom avea:

$$\frac{dp}{dt} = 0 \Leftrightarrow d=y \text{ dacă } S \neq \infty$$

$$\dot{s}^a = 0 \Leftrightarrow s^a = s \Leftrightarrow i = i'$$

Ecuația (1) se poate scrie atunci:

$$p = m - \alpha y + \beta i = m - \alpha y + \beta i'$$

La fel, ecuația (3) devine:

$$y = \varphi y + \delta s + \delta p' - \delta p - \sigma i + d_0$$

Se obține atunci:

$$y = \varphi y + \delta s + \delta p' - \delta (m - \alpha y + \beta i) - \sigma i + d_0$$

$$y(1 - \varphi - \alpha\delta) = \delta s + \delta p' - \delta m - i(\beta\delta + \sigma) + d_0$$

Dat fiind că prin construcție S nu este infinit, cursul de schimb de echilibru pe termen lung nu poate fi atins instantaneu și vom avea atunci:

$$\tilde{s} = m - p + \frac{1}{\delta}(1 - y - \varphi\delta)y + [(\beta\delta + \sigma)i - d_0]$$

Dornbush a utilizat modelul pentru a studia efectul creșterii masei monetare la infinit, oferta fiind constantă (fixă), iar cursul de schimb pe termen lung, egal cu oferta de monedă ($\tilde{s}$ = m). Ținându-se cont de variabilele care rămân fixe după șoc, vom obține ecuația:

$$i = \dot{s} = \theta(\tilde{s} - s) = -\theta(s - m)$$

Dinamica prețurilor se va scrie atunci:

$$\frac{dp}{dt} = S(d - y) \Rightarrow \frac{dp}{dt} = S_d$$

Conform condiției de echilibru pe piața internă a bunurilor, vom avea:

$$d = \varphi y + \delta(s - p' - p) - \sigma\left(i - \frac{dp}{dt}\right) + d_0$$

$$d = d(s - p) - s(i - Sd)$$

$$d = \frac{\delta(s - p) - \sigma\theta(s - m)}{1 - \sigma S}$$

Echilibrul pe piața monetară devine atunci:

$$m - p = \alpha y - \beta i \Rightarrow m - p = -\beta i$$

de unde:

$$(p-m) = -\beta\theta(s-m), \text{ respectiv } \frac{dp}{dt} = -\beta\theta\frac{ds}{dt}$$

Introducând această ultimă ecuație în procesul de ajustare a prețurilor se obține:

$$\frac{ds}{dt} = -\frac{S}{\beta\theta}\left(\frac{\sigma\theta+\delta(1+\beta\theta)}{1-\sigma\theta}\right)(s-m)$$

Dinamica modelului lui Dornbush este rezumată în această ultimă ecuație, unde $\theta > 0$ asigură o ajustare stabilă. Ținându-se cont de ipoteza anticipării coerente făcute de Dornbush, de exemplu ca

$$\dot{s} = -\theta(s-m) \quad \text{și } i = \dot{s},$$

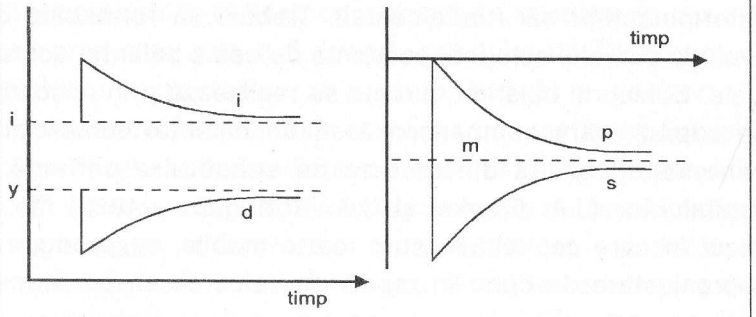
θ va avea valoarea care verifică ecuația cvadratică următoare:

$$\beta(1-S\sigma)\theta^2 + S(\sigma+\delta\beta) - S\delta = 0$$

Această ecuație are două rădăcini reale cu semn opus. Dornbush alege rădăcina pozitivă, care asigură stabilitatea sistemului.

În modelul lui Dornbush, se poate ilustra dinamica cursului de schimb și îndeosebi, fenomenul de supraajustare a

GRAFICUL NR. 3



Sursa A BENASSY 1993 Comment se fixent les taux de changes? Un bilan, Economie et prevision no. 107

cursului prin graficul nr.3. O scădere a masei monetare face ca, pe termen lung, prețurile să scadă. Cursul de schimb nominal se apreciază atunci în funcție de șoc. Toate mărimile reale rămân neschimbate (ipoteza neutralității monedei). Pe termen foarte scurt, prețurile rămân constante. Dat fiind că y este fix, echilibrul monetar trece printr-o creștere a ratei dobânzii, care reduce cererea de monedă. Această creștere atrage, în același timp, capitaluri străine, ceea ce determină o apreciere a cursului de schimb. Cu toate acestea, agenții economici știu că pe termen lung rata dobânzii va regăsi nivelul din străinătate. Se anticipează, deci, o depreciere a monedei, respectiv o creștere de curs. Această depreciere semnifică faptul că vom avea o apreciere de curs pe termen scurt mai puternică decât valoarea pe termen lung, deoarece agenții anticipează o depreciere pe termen lung. Nu se poate, deci, anticipa o depreciere progresivă pe termen lung, decât în cazul în care aprecierea inițială este pronunțată. Cursul de schimb se supraajustează atunci în raport cu nivelul său de echilibru pe termen lung.

Acest fenomen de supraajustare permite explicarea faptului că fluctuațiile de curs sunt mai importante decât cele ale determinanților săi fundamentali. Trebuie să remarcăm că evoluția cursului este independentă de cea a balanței comerciale. Echilibrul balanței curente se realizează prin mișcările de capital, care compensează soldul balanței comerciale. Fenomenul rezultă din ipoteza de substituire perfectă a capitalurilor (J.A. Frenkel și C.A. Rodriguez - 1982) [36]. În cazul în care capitalurile sunt foarte mobile, se produce o supraajustare de curs, în raport cu valoarea sa pe termen lung.

9.7.2. Limite și critici aduse modelului lui Dornbush

Principala limită a modelului Dornbush a fost evidențiată de M. Feroldi și H. Sterdyniak, în 1984 [37]. Cei doi economiști citați resping ipoteza lui Dornbush, prin care se produce o ajustare rapidă a producției în funcție de competivitate, demonstrând că această ipoteză nu este foarte pertinentă. Astfel, efectul unui șoc monetar exogen este resimțit imediat pe piața valutară, în timp ce efectul sporului de competivitate asupra producției se produce cu întârziere. Economiștii citați presupun, deci, că se produce o supraajustare imediată dar și o subajustare pe termen scurt. În studiul amintit, se demonstrează în continuare că, în urma unui șoc monetar, rata dobânzii va scădea pentru a se asigura echilibrul pe piața monetară. Cursul de schimb se deplasează atunci rapid către

36 J.A. Frenkel și C.A. Rodriguez - Exchange rate dynamics and the overshooting hypothesis, I.M.F. staff papers, martie, 1982

37 M. Feroldi, H. Sterdyniak - La dymamique du taux de change: du long au court terme, Analyse économique no. 1, mai, 1984

o anumită valoare, ce poate fi inferioară sau superioară valorii pe termen lung. Apoi, cursul scade sub valoarea pe termen lung, pentru a fi, în final, convergent cu aceasta. În cazul în care producția este fixă (cazul modelului lui Dornbush, cu echilibru instantaneu și producție fixă) se observă o supraajustare. În schimb, în cazul în care reacția producției la competivitate este imediată, se observă o subajustare. Din punct de vedere tehnic, evoluția sistemului nu se mai rezumă la o ecuație diferențială de gradul doi (modelul lui Dornbusch), ci la o ecuație de gradul trei, în care traiectoriile de curs sunt suma celor două legi exponențiale. Rezultă, deci că, dacă se renunță la ipoteza lui Dornbusch, evoluția cursului de schimb poate înregistra perioade succesive de creștere și scădere, ceea ce infirmă modelul în sine.

Cea mai importantă critică la adresa acestui model (și în general, a oricărui model monetarist) este că nu se ține cont de transferurile externe de avuție. Dornbusch și Fisher (1980) au dezvoltat un model de curs de schimb calificat drept "model cu efecte de avuție", care ia în considerare fenomenele de acumulare. Cererea internă de bunuri este determinată nu numai de venit, rata dobânzii și cursul de schimb real (ecuația 3), dar și de avuția reală a agenților privați, care crește, în cazul unei balanțe curente excedentare. Acumularea de deficit extern determină scăderea avuției agenților, reducându-se, atât cererea de bunuri, cât și cea de monedă. Scăderea cererii de monedă provoacă o creștere a dobânzilor care, la rândul ei, mai reduce puțin această cerere. De altfel, o creștere a deficitului extern antrenează o depreciere progresivă a cursurilor de schimb, real și nominal, ceea ce sporește cererea externă. Dacă masa monetară este fixă, prețurile rămân aceleași și cursul de schimb nominal se depreciază. În acest tip de model, variabilele reale nefiind afectate, șocul monetar nu declanșează mecanismul de

acumulare. Principala critică ce se poate formula este că acumularea de active în devize depinde mai mult de constrângerea externă, decât de fenomenul de avuție (C.A. Wysplosz - 1993) [38]. În acest ultim caz, se ajunge la modelele de portofoliu, în care ipoteza substituirii perfecte a activelor interne cu cele străine este respinsă.

9.7.3. Validarea empirică a modelului

Validitatea acestui model se testează în baza parametrilor din următoarea ecuație:

$$\text{Log } S = \alpha 1 \text{ (Log M - Log M')}$$

$$+ \alpha 2 \text{ (Log Y - Log Y')} + \alpha 3 \text{ [Log(i) - Log (i')]}$$

unde S este cursul de schimb, M masa monetară, Y venitul real și i rata nominală a dobânzii.

Coeficientul a_1 trebuie să fie unitar pentru a traduce ipoteza neutralității monedei pe termen lung. O reducere a masei monetare cu 1% determină scăderea prețurilor cu 1% și provoacă o apreciere egală a cursului de schimb (S scade cu 1%). Coeficientul $\alpha 2$ trebuie să fie negativ. De fapt, o scădere a activității economice, într-o țară anume, determină reducerea cererii de monedă, ceea ce provoacă o depreciere de curs (S crește). La fel, se întâmplă și cu coeficientul $\alpha 3$. Într-un model bazat pe prețuri vâscoase, reducerea masei monetare antrenează, pe termen scurt, o apreciere proporțională a cursului de schimb, datorită creșterii dobânzii.

38 C.A. Wysplosz - "The exchange and interest rate term structure under risk aversion and rational expectation", Journal of international economics - februarie 1993

Dornbusch (1980) și Frankel (1984) au obținut puțini coeficienți cu semn corect, ecuații cu putere explicativă redusă și reziduuri autocorelate. Doar coeficientul $\alpha 2$ este semnificativ. Modelul nu face să apară nici o supraajustare. Una din deficiențele adeseori reproșate acestui tip de test este aceea că ecuația testată nu este o formă redusă (partea din dreapta conține variabile endogene), ceea ce împiedică interpretarea coeficienților. De fapt, în modelul lui Dornbusch supraajustarea este legată de mișcările conjugate ale masei monetare și ratei dobânzii.

În concluzie, se constată că modelul este prea puțin conform cu realitatea. Dornbusch însuși îi scoate în evidență insuficiențele pentru a orienta dezbaterea și cercetările către **"rolul de acum înainte determinant al factorilor psihologici și al anticipărilor în cadrul jocului posesorilor de active financiare la scară internațională"** [39]

9.8. Abordarea în termeni de balon speculativ și anticipări raționale

Ipoteza lui Dornbusch, în baza căreia piețele de active financiare sunt mereu în echilibru, este infirmată de **teoria baloanelor speculative**. Teoriile moderne explică variațiile cursului de schimb prin comportamentele de anticipare ale agenților economici, care pot determina devierea cursului de la traiectoria sa fundamentală. Conceptul de balon speculativ a fost introdus în literatura economică de către E.F. Heckscher (1931) [40] și apoi de J.M. Keynes [41]. După Keynes,

39 R. Dornbusch - "Exchange rate economics: where do we stand ?" Brooking papers on economic activity, no.1, p. 143-185

40 E.F. Heckscher - "A note on south sea finance", Journal on economics and business history, vol. 3 (1931)

41 J.M. Keynes (1936) - "Théorie générale de l'emploi,de l'interêt et de la monnaie", Ed. Payot, Paris, 1969

balonul este rezultatul comportamentului agenților ce intervin pe piețele financiare. Deciziile lor de a investi depind de randamentele viitoare anticipate. Astfel, caracterul optimist sau pesimist al previziunilor este legat de probabilitatea subiectivă acordată de aceștia realizării unui eveniment viitor (Keynes - 1936, op. cit.). În absența unui model previzional, este posibil ca anticipările să fie eronate. În termeni de speranță, eroarea de previziune este, atunci, ortogonală cu ansamblul informațional al agenților, adică eroarea nu poate fi constatată decât "a posteriori". Trebuie, găsit deci, un criteriu de decizie care să fie "convențional".

În cadrul abordării keynesiste, **valoarea titlurilor pe o piață financiară** este, în general, interpretată ca fiind **preferința medie a ansamblului de operatori**; raționalitatea unui agent ar trebui deci să-l determine să procure acest titlu, care este preferat de majoritate (fie că preferințele sunt fondate sau nu). **Manipularea pieței de către unul sau mai mulți profesioniști devine**, astfel, **posibilă**, întrucât, prin cumpărarea masivă a unei categorii de titluri, se provoacă o creștere a prețului, (cursului) acestuia. Agenții privați vor deveni atunci interesați în cumpărarea acestui gen de titluri, deoarece le consideră preferate de un număr mare de indivizi, accentuându-se astfel tendința de creștere. Procesul durează atâta timp cât crește numărul celor interesați, efectul de **bulgăre de zăpadă** reflectând un comportament de imitare.

P.A. Samuelson (1967) [42] dezvoltă conceptul de **anticipări autovalidante**. Am văzut că în măsura în care variabilele care îi determină pe agenți în deciziile lor erau proiectate în viitor, erorile devin inevitabile. Ideea introdusă de Samuelson este

42 P.A. Samuelson - "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly", Industrial management review, no. 6, 1967

aceea că anticipările agenților se pot realiza în mod efectiv, dacă aceștia adoptă un comportament în consecință.

Conceptul de "anticipări autovalidante" a fost reluat ulterior de către o serie de economiști. Aceștia au demonstrat că formarea unui balon speculativ poate avea loc chiar și când procesul de anticipări este rațional (O.J. Blanchard, M.W. Watson - 1984: Bulles, anticipations rationelles et marchés financiers, Annales de l'I.N.S.E.E., no.54). Faptul că prețul unui activ se poate îndepărta de o valoare, considerată de bază (fundamentală) a fost botezat cu denumiri excentrice, de genul "feu follet", "tâches solaires" (pete solare). Toată această literatură se bazează, de fapt, pe două concepte teoretice: **balonul determinist** și **balonul stocastic**.

9.8.1. Noțiunile de "balon determinist" și "balon stocastic"

Se poate vorbi de "balon determinist" în situația în care un preț (sau cursul de schimb) se îndepărtează o perioadă de valoarea sa de bază (fundamentală).

Presupunând cursul de schimb fiind în funcție de anticipările agenților și de un vector X_t de variabile exogene, vom avea

$$S_t = X_t E_t [S_{t+1}]^{\lambda}$$

unde S_t este cursul de schimb în perioada t, ($E_t [S_{t+1}]$) este anticiparea formată în t, pentru data $t+1$ și λ este un factor de actualizare subiectiv ($0 < \lambda > 1$). Acest ultim parametru măsoară influența cursului de schimb viitor asupra cursului actual. Transpunerea logaritmică a acestei ecuații ne permite să ajungem la expresia:

$$s_t = x_t + \lambda E_t [s_{t+1}/I_t] \qquad 0 < \lambda < 1 \qquad (1)$$

unde s şi x reprezintă logaritmii de S şi X.

Presupunând că agenţii economici au o memorie perfectă, ($I_t \subseteq I_{t+1}$), putem scrie:

$$E\,(E\,[x / I_{t+\tau} / I_t\,]) = E\,[x / I_t\,]$$

Ipoteza anticipărilor raţionale presupune coerenţa acestora cu modelul în cauză. Anticipările agenţilor, ţinând cont de ansamblul de informaţii disponibile în data t(I_t) şi presupunând memoria acestora ca fiind perfectă ($I_t \subseteq I_{t+1}$), pentru perioada ($t+\tau$) trebuie să respecte următoarea regulă:

$$E_t\,[S_{t+\tau} / I_t\,] = E_t\,[x_{t+\tau} / I_t\,] + \lambda E_t\,[s_{t+\tau+1} / I_t\,]$$

Ecuaţia (1) fiind o ecuaţie de gradul 1, soluţia sa este suma soluţiei ecuaţiei omogene asociate şi a unei soluţii speciale, respectiv

$$s_t = \sum_{k=0}^{\infty} \lambda^k\, E_t\,[s_{t+k}] + b_t = F_t$$

unde b_t este un proces arbitrar. Forma generală se poate scrie atunci:

$$s_t = F_t + b_t$$

Cursul de schimb este, deci, egal cu suma între valoarea fundamentală (F_t) şi b_t, cu condiţia ca b_t să verifice [43]:

43 Studiul Blanchard şi Watson (1984) citat

$$E\,[b_{t+1} / I_t\,] = \lambda^{-1}\, b_t\,;\ cu\ \ b_t > 0,\ \ 0 < \lambda < 1;\ \ (2)$$

Dacă b_t este pozitiv, agenţii sunt gata să plătească un preţ tot mai mare pentru a dobândi active în devize, sperând în mod raţional un profit de schimb, prin revânzarea acestora la o dată ulterioară. Termenul b_t contribuie, deci, la devierea S_t de pe traiectoria sa de echilibru.

Cursul de schimb, în anumite condiţii date, poate devia de la valoarea sa de bază calculată şi rezultă în mod clar că $\lambda^{-1} > 1$. Această divergenţă trebuie să crească în timp, cel puţin în anticipaţie.

Ecuaţia (2) admite două soluţii. Prima soluţie este cea care defineşte un balon raţional nestocastic.

$$b_t = \lambda^{-t}$$

A doua soluţie este o soluţie stocastică, care rezultă din ecuaţia următoare:

$$b_{t-1} - \lambda^{-1}\, b_t = \nu_{t+1}$$

unde ν_{t+1} este o variabilă aleatoare, reprezentând informaţiile noi, la data t şi care satisface sistemul

$$\begin{cases} \nu_t = -\lambda^{-1}\, b_{t+1}\,(1-\Pi^{-1}) + \mu_\tau \\ \qquad \text{cu probabilitatea } \Pi \\ \nu_t = -\lambda^{-1}\, b_{t-1} + \mu_t \\ \qquad \text{cu probabilitatea } 1-\Pi \end{cases}$$

unde μ_t este o variabilă reziduală.

Există, deci, baloane raționale pur deterministe și baloane pur stocastice. Partea deterministă se manifestă printr-un trend divergent, în raport cu traiectoria definită prin datele fundamentale, iar partea aleatoare generează distanțări la fel de aleatoare în raport cu acest trend.

După cum am văzut, un balon determinist poate să crească în mod nedefinit, după o schemă explozivă. Conceptul de balon determinist permite punerea în evidență a concepției în baza căreia comportamentele speculative destabilizatoare nu sunt neapărat iraționale. Conform acestei abordări, anticipările de curs de schimb sunt numite **autovalidante** sau **autorealizatoare**. **Este suficient ca agenții să creadă într-un fenomen, pentru ca acesta să se realizeze.** Aceast justifică, în parte, anumite comportamente speculative ce pot să apară, fără o legătură cu datele fundamentale ale economiei, de exemplu, puternica apreciere a dolarului în 1985, cu toate importantele deficite înregistrate de economia americană. Se pune, totuși, problema dacă un preț poate să crească la infinit. Astfel, principala obiecție formulată asupra acestei teorii se referă la spargerea balonului. Dezvoltarea unui balon determinist se explică prin faptul că agenții anticipează mereu evaluări în aceeași direcție (același sens), ceea ce înseamnă că prevăd un preț infinit, pe termen lung.

Balonul nu se poate sparge fără repunerea în discuție a raționamentului agenților, ceea ce reprezintă, de fapt, limita balonului detrminist. Trebuie, deci, să se prevadă o limită a acestei creșteri. Această limită se introduce prin noțiunea de **balon stocastic.**

Balonul stocastic, reprezentat prin condițiile (3), permite rezolvarea problemei creșterii infinite a cursului de schimb. În acest caz, agenții economici acordă o încredere limitată aprecierii unei devize, atunci când determinanții fundamentali presupun o depreciere. Abordarea în termeni de balon aleator permite modelarea unei situații în care agenții anticipează în mod rațional, atât formarea, cât și spargerea baloanelor. Conform studiului Blanchard și Watson (1984) citat, atunci când divergența în raport cu datele fundamentale persistă, riscul de spargere crește. Cu cât se umflă mai mult un asemenea balon, cu atât prețul bunului în cauză se îndepărtează de valoarea sa de echilibru și devine mai puțin credibil. De altfel, orice balon cu o existență relativ lungă are o probabilitate de spargere crescută. Acest risc crescând de spargere trebuie compensat, din punct de vedere practic, printr-o rată superioară de randament. Admițând că baloanele se sparg fără ca agenții să devină irațional, crearea acestor baloane este greu de justificat. Astfel, care ar putea fi motivele care să-i determine pe agenți să estimeze o evoluție de curs deviată de la traiectoria fundamentală, pentru a crea un balon, când se știe că pe termen lung jocul este cu sumă nulă (eficiența piețelor) ? Pentru a răspunde la o asemenea întrebare, trebuie să se țină cont de gradul de incertitudine al piețelor, de eterogenitatea informațiilor și de prelucrarea informațiilor de către operatori (modelele de imitare aparținând lui A. Orléan (1989-1990) [44] și modelul petelor solare, aparținând lui P.A. Chiappori - 1991 [45]).

44 A. Orléan: Pour une approche cognitive des conventions économiques", Revue économique, vol. 40, 1989 și "Le rôle des influences interpersonelles dans le fonctionnement des marchés financiers", Revue économique, vol. 41.

45 P.A. Chiappori: "Anticipations rationelles et conventions", CREA, Paris, 1991

Testele de validare empirică întreprinse până în prezent, ajung la concluzii contradictorii neputând să facă abstracție de teoria "fundamentalistă" a cursului de schimb, cu atât mai mult cu cât nici această teorie nu se dovedește a fi în strictă concordanță cu realitatea faptică.

* *
*

Această scurtă trecere în revistă a studiilor econometrice cu privire la cursul de schimb încearcă, de fapt, să lămurească dacă teoriile mai vechi (paritatea puterii de cumpărare și ratei dobânzii) sau mai recente (modelul Mundell- Fleming, Dornbusch, anticipările raționale) sunt suficiente și satisfăcătoare pentru înțelegerea principalelor caracteristici ale pieței valutare și, totodată, a fenomenului fructuațiilor de curs. Rezultatele acestor studii au fost, până în prezent, destul de puțin concludente, întrucât toate teoriile citate au fost infirmate de realitatea faptică: teoria P.P.C., invalidată pe termen scurt, cursul de schimb la termen nu poate previziona evoluția cursului la vedere (PRDA nu se verifică) sau, fluctuațiilor de curs, apărute în absența unor informații observabile.

Studiul lui R.A. Meese și R. Rogoff (1983) pune capăt oricărei speranțe în acest sens: niciunul din modelele testate nu reprezintă nimic altceva, din punct de vedere previzional, decât **un simplu pas la întâmplare** [46]. Acest eșec al verificărilor empirice asupra principalelor teorii

46 R.A. Meese și R. Rogoff (1983): "Empirical Rate Models of Seventies", Journal of International Economics, vol. 14, p. 3-24

privitoare la cursul de schimb reprezintă, pentru economiști, primul pas în direcția preluării teoriilor heterodoxe referitoare la instabilitatea cursului: eterogenitatea actorilor, "noise traders", comportamentele de imitare sau pierdere irațională a credibilității. Aceste cercetări explică într-o mai bună măsură, fluctuațiile de curs, atât de greu de anticipat și stăpânit pe termen scurt, pentru majoritatea monedelor !

CAPITOLUL X

MONEDA EUROPEANĂ

"L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas!"

Jacques Rueff

Introdusă în sistemul monetar internațional în 1971, prin experimentul ce a fost numit "șarpele monetar european", dizlocată, în mare parte, în 1974 (șarpele mic, în jurul RFG), renăscută în 1979, ca urmare a Conferinței de la Bremen, moneda europeană a reușit să supraviețuiască. Criza declanșată în anii 1992-1993 a condus la reformarea sisemului monetar european (SME), prin impunerea de noi reguli ale jocului, respectiv lărgirea marjelor de fluctuație. Orientarea definită în Raportul Delors, din aprilie 1989 și consfințită, din punct de vedere juridic, prin spiritul Tratatului de la Maastricht (7 februarie 1992) a prins totuși contur, în ciuda tuturor vicisitudinilor. Ultimele frământări nu au făcut altceva decât să grăbească procesul - **moneda unică apare acum ca soluție pentru depășirea crizelor, iar uniunea monetară este programată cu o precizie ce depășește simpla definire a unor orientări generale.** Pentru introducerea monedei unice, de facto, există, în prezent, o dată fixă - 1 ianuarie 1997. În viitorul foarte apropiat vom afla, deci, dacă destinul Europei monetare a fost, sau nu, pe deplin desemnat la Maastricht.

Chestiunea monetară constituie de multă vreme centrul atenției, polarizând discuții și proiecte ce țin, de fapt, de adâncirea procesului de integrare economică europeană. În

contextul ultimei etape de realizare a Uniunii Economice și Monetare, moneda unică a avut câștig de cauză, reprezentând singura soluție posibilă. Problemele tranziției către UEM și reticențele de ordin politic arată că "ECU reprezintă cel mai bun candidat pentru rolul de monedă unică, neputând fi înlocuit cu nici o altă monedă, oricare ar fi tentația pe termen scurt..."[1]

Cei aproape 25 de ani de căutări, soluții și proiecte impun o trecere în revistă, cel puțin sumară, asupra principalelor etape parcurse. În cele ce urmează, analiza se va focaliza asupra **afirmării monedei europene ca monedă internațională și asupra bătăliei pe piețele financiare, câștigată de aceasta.**

10.1. Principalele etape parcurse

Ideea de unitate monetară de cont europeană s-a născut în anul 1952, în cadrul CECO. Raportul Werner (octombrie 1970) propune înfăptuirea pe etape a uniunii monetare, până în 1980. Raportul a prevăzut o monedă unică și crearea Fondului European de Cooperare Monetară (FECOM), care să se ocupe de finanțarea europeană. Centralizarea politicilor monetare reprezintă obiectivul principal. Evenimentele monetare din 1971 au suspendat punerea în aplicare a acestui proiect.

10.1.1. Șarpele monetar european

Acordurile de la Washington (18 decembrie 1971) prevedeau o marjă de fluctuație în raport cu dolarul, de ± 2,25 %.

1 Jacques Delors - prefață la "L'ECU, monnaie du succes européen" - Ernst & Young - Les Editions d'Organisation, Paris, 1990

Țările membre CEE, semnatare ale acordurilor de la Basel (10 aprilie 1972) au decis să aplice pentru monedele lor aceeași marjă ca și pentru dolar, ceea ce limita posibilitățile de fluctuație (**șarpele în tunel**). Băncile centrale se angajează să intervină pentru a-și susține monedele; aceasta presupune organizarea unei cooperări între aceste bănci. Fondul European de Cooperare Monetară (FECOM), înființat în octombrie 1972, își începe activitatea în iunie 1973.

În februarie 1973, când dolarul a fost din nou depreciat, țările europene hotărăsc să lase monedele lor să fluctueze în mod liber față de dolar, păstrând, însă, între ele o marjă de fluctuație de ± 2,25% (**șarpele în afara tunelului**). A fost prevăzută, totodată, posibilitatea ajustărilor periodice. Marea Britanie, Irlanda și Italia rămân în afara sistemului; Norvegia și Suedia aderă la acest sistem.

Stabilitatea cursului de schimb presupune, în primul rând, convergența performanțelor economice, exprimate în materie de inflație. Primul șoc petrolier a accentuat divergențele. La 19 ianuarie 1974, Franța se retrage "pentru 6 luni" din cadrul șarpelui monetar. Revine, însă, abia la 10 iulie 1975, pentru a-l părăsi din nou la 15 martie 1976.

Țările cu monedă slabă - Italia și Franța - au pretins la început că, pentru eliminarea asimetriilor, nu este suficientă cooperarea în materie de politică economică. Aceasta, întrucât Franța trebuia să intervină, pentru a susține un frac slăbit, în timp ce Germania trebuia să se abțină de la intervenții, pentru oprirea aprecierii mărcii. Franța își epuiza, astfel, rezervele, în timp ce Germania se temea de o inflație importată, care ar fi putut contribui la umflarea rezervelor.

10.2. Sistemul Monetar European (SME) și ECU

Sistemul a fost aprobat la reuniunea de la Bremen (7 iulie 1978) și pus în aplicare la 13 martie 1979. SME reia **principiul șarpelui**, cu o serie de modificări și mecanisme specifice.

10.2.1. Evoluția ECU

Unitatea de cont europeană primește numele de ECU (European Currency Unit). ECU devine instrument de reglementare între băncile centrale, valoare de rezervă și valoare de schimb contra numerar, în cadrul noului mecanism de plăți și credit.

ECU oficial se formează prin contribuția băncilor centrale cu 20% din activele proprii, în aur și dolari în cadrul FECOM[2] care remite acestora în contrapartidă ECU, destinat să servească drept instrument de reglementare între băncile centrale. Nu este vorba de un transfer de proprietate, ci de credite încrucișate - swaps - prin care băncile centrale acordă aportul lor (dau cu împrumut) și împrumută ECU, operațiunea urmând a se repeta, la interval de 3 luni.

Valoarea aporturilor, respectiv cantitatea de ECU, variază în funcție de valoarea rezervelor. Dacă, de exemplu, băncile centrale intervin pentru a susține dolarul, rezervele lor, respectiv aportul sau cantitatea de ECU crește ...

ECU este utilizat pentru reglementarea creanțelor contractate de o bancă centrală a unei țări membre, în cadrul mecanismelor de credit. Băncile centrale trebuie să depună o dobândă la FECOM.

2 FECOM se va numi Fondul Monetar European, în momentul în care SME va deveni definitiv

ECU constituie, deci, **suportul unei monede oficiale**, ceea ce nu a împiedicat, însă, dezvoltarea unui **ECU privat.**

În cadrul acordurilor SME, ECU nu se deplasează decât în interiorul circuitului oficial. Cu toate acestea, chiar de la crearea sa, în 1979, ECU a fost utilizat pentru operaţiuni private, fără legătură cu circuitul oficial. ECU privat a fost utilizat în următoarele tipuri de operaţiuni :

- împrumuturi publice şi emisiuni obligatare emise în ECU (sau în monedă naţională, cu capital indexat în ECU);

- credite bancare şi interbancare. Unele bănci, la început cele belgiene şi luxemburgheze, au acceptat depozite în ECU. Instituţiile CEE, dar şi persoanele fizice şi întreprinderile au început atunci să utilizeze aceste depozite pentru diferite plăţi;

- facturarea şi reglementarea operaţiunilor comerciale nu s-a limitat doar la întreprinderile sau persoanele din Europa Occidentală. S-au emis,ulterior, cărţi de credit şi cecuri de călătorie în ECU.

Principalul avantaj al ECU privat constă în stabilitatea sa, care rezultă din **principiul coşului.** În ţări ca Franţa şi Italia, ECU a permis mult timp ocolirea obstacolelor impuse prin controlul asupra schimburilor valutare. Spre deosebire de Germania, Franţa şi Italia au încurajat dezvoltarea ECU. Germania a considerat multă vreme ECU drept o monedă "de calitate mediocră" şi incontrolabilă, ce nu se va putea substitui unei monede puternice şi bine ţinute sub control, cum este marca. Începând cu 1989, Marea Britanie a propus promovarea ECU ca monedă paralelă, la concurenţă cu celelalte monede europene (deci, nu ca o monedă unică), fără câştig de cauză, însă.

Metoda "coşului", deja utilizată pentru DST, se aplică pentru determinarea **cursului central**, denumit şi **curs pivot** al monedelor naţionale faţă de ECU.

Cu toate că Marea Britanie nu a aderat la mecanismul de schimb, lira sterlină a intrat de la început în compoziţia ECU, influenţându-i, deci, valoarea. Compoziţia coşului se revizuieşte periodic - la 5 ani.

Fiecare ţară participantă la Sistemul Monetar European s-a angajat, la început, să respecte marja de fluctuaţie impusă - de ± 2,25% - (respectiv, în sus sau în jos) a cursului său central (pivot), faţă de celelalte monede participante. Italia, Spania, Portugalia, Marea Britanie au beneficiat, în acest sens, de o excepţie: marja de fluctuaţie în cazul monedelor respective a fost fixată la ±6% [3], ceea ce a fost valabil până la criza din 1992-1993, când s-a trecut la lărgirea considerabilă a bandelor de fluctuaţie pentru aceste monede.

Spre deosebire de ECU privat, ECU oficial nu este convertibil în monedele care compun coşul. Aceasta întrucât rezervele băncilor centrale în ECU oficial nu au acces la piaţa valutară, neputând fi utilizate ca monedă de intervenţie. Atunci când intervin pe piaţa valutară, băncile centrale utilizează rezervele lor în ECU privat.

ECU privat s-a lansat apoi rapid ca eurodevize, construindu-şi, totodată, un statut de monedă internaţională. Componenţa sa este absolut identică cu cea a monedei oficiale, diferenţa constă în faptul că emisiunea rezultă dintr-o simplă clauză contractuală între băncile comerciale şi agenţii

3 Pentru lira italiană - până la 5 ianuarie 1990; pentru peseta - din 19 iunie 1989; pentru escudo - din 6 aprilie 1992; lira sterlină a revenit în cadrul SME la 8 octombrie 1990, benefciind de aceeaşi marjă (6%). Drahma grecească nu participă încă la mecanismul de schimb, cu toate că este deja inclusă în coşul ECU

economici. Pentru a-i garanta valoarea, băncile se angajează să convertească ECU în monedele componente.

Valoarea ECU este stabilită prin suma ponderată a monedelor europene, fie că sunt incluse sau nu în mecanismul de flotare concertată, în baza coeficienților fixați pentru diferitele monede. Acești coeficienți au fost determinați pentru prima oară în 1979 și reajustați în 1984 și 1989, pentru a se ține cont de intrarea de noi membri și de distorsiunile generate de deprecieri sau aprecieri, după care au fost "înghețați".

Calcul al ECU, la 10 decembrie 1993

Moneda	Coeficientul	Cursul în franci	Paritatea în franci	Ponderea în procente
Marcă	0,624	3,39	2,12	32,4 %
Franc	1,332	1,00	1,32	20,2 %
Liră sterlină	0,088	8,61	0,76	11,6 %
Liră italiană	151,8	0,00344	0,52	8,0 %
Florin	0,220	3,03	0,66	10,2 %
Franc belgian	3,301	0,16	0,53	8,2 %
Franc luxemburghez	0,130	0,16	0,02	0,3 %
Peseta	6,885	0,041	0,29	4,4 %
Coroană daneză	0,198	0,87	0,17	2,6 %
Liră irlandeză	0,009	8,18	0,07	1,1 %

Drahmă	1,44	0,024	0,03	0,5 %
Escudo	1,393	0,033	0,05	0,7 %
ECU			6,54	100,0 %

Sursa : BNP - Regards sur les changes - no.44, 1994

Dacă, de exemplu, înmulțim cursul în franci al fiecărei monede prin coeficientul său, se obține ponderea (exprimată în franci) pentru fiecare monedă, de unde se poate deduce valoarea ECU (în cazul nostru - 6,54 FF) și ponderările în procente.

ECU este, deci, o monedă cu valoare variabilă, în funcție de fluctuația cursului de schimb al monedelor europene. Pentru monedele incluse în mecanismul de schimb, ECU depinde de fluctuațiile de curs, între bază și plafon, sau de modificările cursului lor pivot. Fluctuațiile monedelor europene care nu sunt incluse în mecanismul de schimb (cum este lira sterlină, până în 1990 și după 1992) dar prezente în ECU, îi afectează valoarea.

În ceea ce privește mecanismul de schimb, fiecare țară declară, cu asentimentul partenerilor, un curs pivot pentru moneda proprie, exprimat în ECU. Acest curs pivot este un fel de paritate sau curs oficial. În baza cursului pivot, se pot calcula cursuri bilaterale între monedele SME (denumite cursuri centrale sau cursuri pivot bilaterale). De exemplu, la 20 ianuarie 1993, cursul pivot al francului francez a fost : 1 ECU = 6,60683 FRF. Cursurile bilaterale ale francului, la aceeași dată, au fost:

1 DEM = 3,35386 FRF

1 NLG = 2,97661 FRF

1 LUF = 0,162608 FRF

1 BEF = 0,162608 FRF

1 DKK = 0,879257 FRF

1 EIR = 8,9848 FRF

1 PTA = 0,0460772 FRF

1 ESC = 0,0362626 FRF

Următoarele 8 țări participă la SME de la crearea sa: Germania, Franța, Italia, Olanda, Belgia, Luxemburg, Danemarca și Irlanda. Spania a aderat la 19 iunie 1989, Portugalia, la 6 aprilie 1992. Marea Britanie a intrat în SME la 8 octombrie 1990, pentru a-și suspenda apoi participarea, la 16 septembrie 1992. La 17 septembrie 1992, Italia a hotărât, la rândul său, să lase moneda să floteze liber și să suspende intervențiile Băncii Italiei în cadrul mecanismului de schimb european.

Băncile centrale se angajează să intervină, în baza, devizelor europene sau a unor valute terțe, pentru a împiedica depășirea limitelor impuse de marja sau banda de fluctuație.

A fost imaginat și un mecanism original, având drept scop evitarea de către o singură monedă a restricțiilor impuse de limitele de fluctuație. Acest mecanism a fost denumit **indicatorul de divergență** și trebuia să conducă la stabilizarea cursului de schimb, înainte de atingerea cursurilor de intervenție. Astfel, ecartul maxim de divergență, între cursul ECU și cursul pivot al unei monede incluse în ECU, se poate obține atunci când moneda în cauză atinge cursuri limită, în raport cu toate celelalte devize din coș. Acest ecart maxim ține cont de ponderea devizei în ECU, fiind, deci, variabil. Mecanismul nu a funcționat; în cele ce urmează îi prezentăm, totuși, pe scurt principiile.

Indicatorul de divergență fixează marja maximă de variație a fiecărei monede față de ECU, în baza formulei :

$$I_{di} = \pm 2{,}25\% \, (1 - q_i) \times 0{,}75 \qquad i = 1...n$$

unde q_i reprezintă ponderea fiecărei monede i în cadrul coșului constitutiv al ECU. În consecință, monedele care dețin cea mai mare importanță relativă în cadrul ECU vor avea o marjă de variație admisă, mai redusă, comparativ cu monedele cu pondere mai mică.

Acest mecanism, conceput ca "un semnal de alarmă", presupune ca guvernul țării a cărei monedă atinge pragul de divergență să adopte măsuri de politică monetară, bugetară, fiscală adecvate pentru îmbunătățirea situației economice interne și, implicit, a poziției sale pe piața valutară.

ECU este, așa cum am văzut, un coș de monede stabilit în mod convențional, prin adunarea unor elemente eterogene, în baza unei medii aritmetice ponderate :

$$1 \text{ ECU} = q_1\text{DEM} + q_2\text{FRF} + q_3\text{LS} + ... + q_n\text{ESC},$$

$q_1, q_2, ..., q_n$ reprezentând cantitatea din fiecare monedă în coș.

În vaza cursurilor bilaterale S_{kn}, putem defini valoarea ECU în funcție de fiecare din monedele componente:

$$1 \text{ ECU/FRF} = q_1\text{DEM/FRF} + q_2\text{LS/FRF} + ... + q_n\text{ESC/FRF}$$

Cursul de schimb al monedei i, în raport cu ECU, se poate scrie astfel:

$$S_i = \sum_{k=1}^{n} q_k S_{ki} \qquad i = 1,2,...,n$$

unde $S_{ii} = 1$. Putem să definim, deci, ponderea (b_i) pentru fiecare monedă în coș, raportând cantitatea acestei monede în coș, la valoarea coșului, exprimată în această monedă:

$$b_i = \frac{q_i}{\sum_{k=1}^{n} q_k S_{ki}} \qquad i = 1,2,\ldots,n$$

şi vom obţine $\sum_{i=1}^{n} b_i = 1$, suma coeficienţilor de ponderare fiind egală cu 1. Astfel, ţinând cont de diferitele ajustări succesive, relativ la ponderea monedelor în coş şi compoziţia acestuia, la 22 iulie 1991, acesta avea următoarea structură:

1 ECU = 0,6242 DEM + 1,332 FRF + 0,2198 NLG + 151,8 ITL + 3,431 BEF/LUF + 0,1976 DKK + 0,008552 IEP + 0,087840 GBP[4] + 1,440 GRD + 6,885 PTA + 1,393 ESC

În evoluţia sa, ECU a cunoscut 3 etape: după o primă fază, în cursul căreia ECU a fost creat ca unitate de cont şi instrument de rezervă al Băncilor centrale, în cea de-a doua etapă, ECU pătrunde în relaţiile economice şi financiare private, ca unitate de cont. ECU exercită, astfel, funcţia de monedă ce serveşte ca instrument de măsură, de etalon al schimburilor.

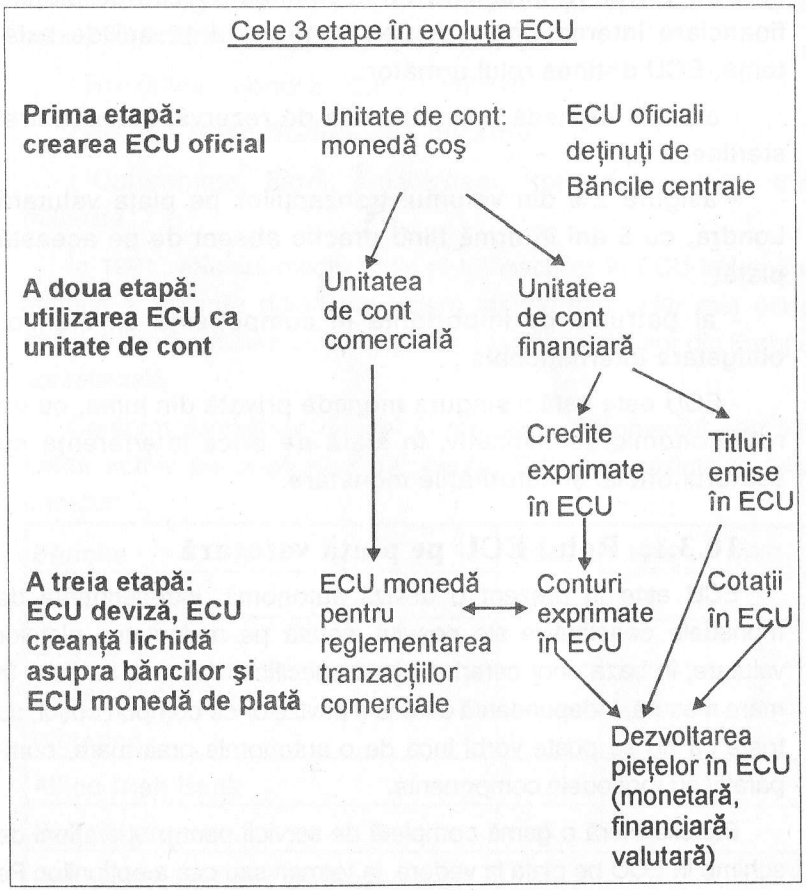
În cursul celei de-a treia etape, ECU dobândeşte o dimensiune monetară mai largă, ca efect a trei factori:

- în primul rând - în mod progresiv şi inegal, în funcţie de ţară, **dobândeşte statutul de deviză negociată şi cotată pe pieţele valutare**:

- în al doilea rând, ECU începe să deţină un rol tot mai complet în cadrul operaţiunilor comerciale, evoluând de la simplul rol de evidenţă contabilă, la cel de **instrument de plată** efectiv. Se adaugă, astfel, la funcţia de etalon al valorii şi **funcţia de instrument de plată;**

- în al treilea rând, încep să apară activele bancare în ECU; se naşte astfel **moneda scripturală în ECU**. Din acest moment se dezvoltă operaţiunile interbancare în ECU, sub forma creditelor şi compensaţiilor. Toate aceste evoluţii conduc la dezvoltarea compartimentelor în ECU pe pieţele de capital: piaţa financiară - obligaţiuni în ECU; piaţa monetară: operaţiuni pe termen scurt în ECU, piaţa valutară şi piaţa creditelor bancare.

4 Pentru lira sterlină şi irlandeză s-au folosit cotaţiile directe



10.3. Afirmarea ECU pe piețele de capital

După 1981, tranzacțiile financiare în ECU privat s-au dezvoltat foarte mult, această deviză fiind utilizată în toate compartimentele pieței financiare internaționale: credite pe termen scurt, mediu și emisiuni obligatare. Tranzacțiile comerciale în ECU încep să se dezvolte în mod semnificativ după 1985. La crearea sa, în 1978, nimeni nu-și putea imagina că ECU privat va înregistra un asemenea succes pe piețele financiare internaționale. Astfel, în 1991, la 12 ani de existență, ECU deținea rolul următor:

- a patra monedă internațională de rezervă, înaintea lirei sterline;

- asigura 2% din volumul tranzacțiilor pe piața valutară Londra, cu 5 ani în urmă fiind practic absent de pe această piață;

- al patrulea ca importanță în componența emisiunilor obligatare internaționale ;

- ECU este astăzi singura monedă privată din lume, cu un rol economic semnificativ, în afară de orice interferență cu sectorul oficial și autoritățile monetare.

10.3.1. Rolul ECU pe piața valutară

ECU este în prezent o deviză autonomă, independentă de monedele constitutive ale coșului, cotată pe majoritatea piețelor valutare, în baza unor cereri și oferte specifice. Valoarea sa este, în mare măsură, independentă de cea a devizelor ce compun coșul, cu toate că nu se poate vorbi încă de o autonomie prea mare, comparativ cu monedele componente.

Băncile oferă o gamă completă de servicii pentru operațiuni de schimb în ECU pe piața la vedere, la termen sau cea a opțiunilor. Pe piața la vedere, volumul tranzacțiilor este de 1-5 milioane ECU, cu o

marjă între cursul de cumpărare și cel de vânzare, ce variază între 0,010 și 0,015 ECU, comparabilă cu marjele înregistrate la tranzacțiile cu dolari.

Tranzacțiile pe piața la termen scurt sunt mai puțin lichide, comparativ cu cele la vedere. Se pot găsi contrapartide pentru tranzacții până la 12 luni, pentru dolari și mărci; pentru celelalte valute, termenele variază între o lună și 6 luni (drahmă, peseta, escudo).

În 1985, volumul mediu zilnic al tranzacțiilor în ECU pe piața valutară a înregistrat 2,5 - 3 miliarde dolari, fiind repartizat în marile centre financiare, după cum urmează:

- Bruxelles - Londra : 0,8 - 1 miliard

- Roma - Milan, Torino : 0,5 miliarde

- Copenhaga, Paris, Amsterdam, Rotterdam : 0,2 - 0,4 miliarde.

În 1991, volumul mediu zilnic al tranzacțiilor în ECU la Londra atingea 5 miliarde dolari, un volum identic sau chiar mai mare înregistrând totalitatea tranzacțiilor pe ansamblul piețelor din Europa continentală.

Conform estimărilor revistei Euromoney, clasamentul băncilor foarte active pe piața valutară, pentru ECU se prezintă în felul următor:

Băncile	1989	1990	1991
Kredietbank	1	1	3
Lloyds	2	2	4
Ulster Bank	-	4	2
Wetspac	-	-	1
Allied Irish Bank	-	3	-
Crédit Lyonnais	5	5	-
Banque Bruxelles Lambert	-	-	5

Sursa : Euromoney, ian. 1992

Dezvoltarea tranzacţiilor în ECU pe piaţa valutară se explică şi prin faptul că această deviză joacă, în prezent, rolul de monedă internaţională. Conform estimărilor Bundesbank, la sfârşitul anului 1990, 50% din rezervele internaţionale erau în dolari, 20% în DME, 8% în yeni şi 4% în ECU, ceea ce plasează această monedă înaintea lirei sterline, francului francez şi francului elveţian.

10.3.2. Piaţa bancară a ECU

În prezent, pe piaţa bancară în ECU activează câteva sute de instituţii financiare. Această implicaţie crescândă a băncilor a condus la o creştere a activelor şi depozitelor în ECU, ceea ce facilitează tranzacţiile pe piaţa valutară.

Evoluţia pieţei bancare în ECU

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Credite bancare în ECU, sume la sfârşitul anului:	14,4	39,8	63,1	70,7	82,4	100,9	124,5	114,9
din care în % - Marea Britanie	14	17	19	19	20	28	29	30
- Franţa	27	32	28	29	26	24	20	17
- Belgia	21	17	16	18	20	14	13	11
- Italia	24	20	13	13	11	12	15	13
- Luxemburg	10	8	11	10	11	9	9	10
- Total, pentru cele 5 ţări	96	94	87	89	88	87	86	81

Surse: Raport BRI şi Bank of England Quarterly Bulletin, (1991).
Unităţi : miliarde ECU

Datele prezentate de Banca Reglementelor Internaţionale din tabelul de mai sus, ne permit să tragem o serie de concluzii:

- totalul poziţiilor bancare a crescut de la 14,4 miliarde ECU, în decembrie 1983, la 14,9 miliarde, în 1990;
- activitatea bancară este concentrată în centrele financiare din Marea Britanie, Franţa, Belgia, Italia, Luxemburg. Ponderea relativă a acestor 5 centre a evoluat, de la 96% în 1983, la 81% în 1990, ceea ce prezupune o uşoară evoluţie geografică;
- pe piaţa interbancară, Londra deţine supremaţia. În acelaşi timp, sectorul interbancar este predominant.

Resursele bancare în ECU au următoarele provenienţe:

- conturile la vedere ale persoanelor fizice, întreprinderilor şi agenţilor economici;
- conturile curente ale întreprinderilor;
- conturile la termen, cu scadenţe de regulă sub 6 luni, aparţinând aceloraşi categorii de depunători.

Creditele în ECU pot fi, atât sub forma avansului şi creditelor comerciale pe termen scurt, cât şi sub forma creditelor consorţiale pe termen mediu şi lung. Piaţa eurocreditelor consorţiale în ECU, apărută în 1983, cunoaşte o evoluţie semnificativă, după cum rezultă din tabelul următor:

Evoluția eurocreditelor consorțiale - în milioane ECU

Anul	Valoarea eurocreditelor
1983	812
1984	2780
1985	2525
1986	1853
1987	5091
1988	4078
1989	4383
1990	4314

Sursa: ECU Newsletter, ian. 1991

Volumul mediu al unui credit este de 100 milioane ECU; scadențele variază de la 18 luni la 10 ani. Rata dobânzii este de regulă indexată, după rata la 6 luni, pe piețele interbancare Londra sau Paris.

Piața titlurilor pe termen scurt în ECU este destul de limitată și cuprinde trei categorii de titluri:

- **biletele de trezorerie (commercial papers)**, care sunt, de fapt, bilete la ordin negociabile și la purtător, emise de întreprinderi. Printre emitenți pot fi citate firmele Saint-Gobain sau Renault;

- **certificatele de depozit** - titluri la purtător, negociabile, emise de bănci cu dobândă fixă sau flotantă. Se pot cita ca emitente, în primul rând, băncile Crédit Lyonnais și Lloyds. În ambele cazuri, piața secundară este inexistentă;

- **bonurile de tezaur,** emise îndeosebi de Trezoreria britanică. Primele emisiuni de bonuri de tezaur în ECU au fost realizate în Italia. Decizia guvernului britanic de a emite

bonuri de tezaur în ECU apare în totală neconcordanță cu modul în care a fost combătută politica monetară comună. Scopul acestor emisiuni a fost în mod vădit acela de a susține și întări rolul pieței financiare Londra. Programul de emisiuni a început la 2 august 1988 și are un volum global de 1-2 miliarde ECU. Bonurile de tezaur au valori de 100.000, 500.000, 1 milion, 5 milioane și 10 milioane de ECU. De la început, cererea a fost mai mare decât oferta, raportul fiind de 3 la 1. Aceasta a condus la suplimentarea emisiunilor lunare și, ulterior, la scăderea valorii bonurilor la 10.000 ECU (în loc de 100.000), pentru atragerea, îndeosebi, a investitorilor privați.

10.3.3. Piața emisiunilor obligatare în ECU

Piața obligațiunilor în ECU a fost deschisă în martie 1981, de către Societatea Financiară pentru Telecomunicații și Electronică din Italia, cu o emisiune inițială de 25 milioane ECU. Ulterior, această piață a devenit internațională și deschisă marilor investitori.

Primul împrumut de anvergură pe o piață străină datează din noiembrie 1984. Este vorba de **Yankee bonds**, în valoare totală de 200 milioane ECU, lansate de CEE pe piața americană, în dolari, îndeosebi la New York. Un alt exemplu îl constituie emisiunea de **floating rate notes** în ECU efectuată de Danemarca, în mai 1985.

Emisiunile realizate pe piețele din cadrul CEE au fost realizate de guvernele țărilor membre. Italia a emis cu regularitate obligațiuni pe termen mediu (5 ani). În Franța, prima emisiune de ceea ce s-a numit **OAT** (obligations assimilables du Trésor) datează din 17 aprilie 1989 și prevede atât plata, cât și rambursarea, fie în franci, fie în ECU. Au urmat apoi emisiuni britanice, spaniole și belgiene.

Compartimentul ECU al pieței financiare cuprinde, în prezent, toate categoriile de titluri obligatare; gama acestora s-a extins după 1990. Dacă la început investitorii individuali au fost predominanți, după 1985 rolul celor instituționali a crescut și s-a diversificat. În această categorie intră băncile centrale, instituțiile și organizațiile internaționale, fondurile de pensii, companiile de asigurări, fondurile mutuale anglo-saxone și SICAV, în Franța. La aceștia se adaugă achizițiile efectuate de acei "market makers", care dețin în permanență un portofoliu de titluri pentru activități de contrapartidă. A patra categorie de participanți este reprezentată de arbitrajiști, care cumpără obligațiuni în ECU, pentru a le arbitra contra titlurilor cu venituri fixe, la diferite scadențe, emise în devize europene sau pentru a realiza câștiguri de arbitraj prin operațiuni de swap.

În ceea ce privește componența sindicatelor de emisiune, până în anul 1988 acestea erau constituite în exclusivitate din instituții financiare din cadrul CEE, cele mai importante fiind: Paribas, Crédit Lyonnais, Kredietbank, CCF și BNP. Din 1989, apar băncile elvețiene, Union de Banque Suisse și Société de Banque Suisse și băncile de investiții americane: First Boston, Merrill Lynch, Banker Trust, Salomon Brothers, Morgan Guaranty, Morgan Stanley, precum și casele de titluri japoneze Daiwa și Mitsubishi Finance.

Emisiunile de euroobligațiuni cu dobândă fixă sunt preponderente, fiind utilizate, ulterior, pentru operațiuni de swap. ECU deține locul trei pe plan internațional, după dolar și Yen. **Împrumuturile obligatare cu dobândă flotantă** (floating rate notes) în ECU datează din septembrie 1982 și iau amploare după 1990. Unele emisiuni cuprind o clauză ce prevede posibilitatea de conversie în obligațiuni cu dobândă fixă. **Obligațiunile convertibile** au apărut în 1983, prin emisiunea realizată de societatea belgiană Côte d'or.

Au fost propuse și emisiuni cu dobânzi revizuibile pentru titlurile cu scadențe lungi, cu dobândă fixă pentru prima perioadă și ajustabilă la condițiile pieței, pentru a doua perioadă (de regulă, egală cu prima). Emisiunile de **cupoane zero** au apărut în 1984. Au fost și emisiuni cu **warrant** ce oferă posibilitatea de a cumpăra, în anumite condiții, alte categorii de titluri. O serie de emisiuni au prevăzut posibilitatea de schimb, în general dolar/ECU. Alți emitenți au introdus clauze de rambursare la latitudinea emitentului sau purtătorului.

O serie de emisiuni au fost realizate în tranșe: prima tranșă fiind, de regulă, rezervată investitorilor instituționali, cea de-a doua, celor individuali, fiecare tranșă prezentând caracteristici adaptate categoriei specifice de investitori.

Imaginația a mers mai departe: grupul Saint-Gobain a creat **obligațiuni perpetue cu dobândă variabilă**; Crédit Local de France a lansat o emisiune în două tranșe, prima de cupoane zero, cu valoarea de rambursare pe baza evoluției indicelui DAX (indice bursier german) și a cursului de schimb ECU/DEM. A doua tranșă prevede un cupon de 4,75 % și nu ține cont, decât în proporție de 50%, de creșterea indicelui DAX.

Volumul unitar mediu al emisiunilor obligatare a atins 185 milioane ECU, în 1990. În cadrul seriei de împrumuturi gigantice, recordul este deținut de cel de 1 miliard de ECU, realizat de guvernul francez, în 1989. Scadențele utilizate variază, de la cele foarte scurte (sub 4 ani), la cele foarte lungi - 20 de ani și chiar mai mult.

Piața secundară pentru obligațiuni internaționale în ECU începe să se dezvolte, în anii 1981- 1982, în centrele Luxemburg și Bruxelles. În 1983, intervin pe piață băncile franceze, implicate puternic în sindicatele de emisiune de pe piața primară.

În 1985 îşi fac apariţia pe piaţa secundară şi marile bănci de investiţii americane, casele de titluri japoneze şi filialele băncilor elveţiene localizate la Londra. La sfârşitul anului 1990, pe piaţa secundară activau intens aproximativ 30 de market makers, printre care se pot cita: Paribas, Crédit Lyonnais, Kredietbank şi San Paolo di Turino.

Lichiditatea pieţei obligatare în ECU este foarte bună, comparativ cu celelalte compartimente, după cum rezultă din volumul tranzacţiilor înregistrate de CEDEL şi EUROCLEAR.

Volumul tranzacţiilor înregistrate de organismele de compensaţie pe piaţa secundară a obligaţiunilor internaţionale în ECU - în milioane ECU -

Anul	CEDEL	EUROCLEAR
1985	53.736	-
1986	123.950	28.302
1987	194.110	44.158
1990	cca 300.000	cca 180.000

Sursa: Y.Simon, op.cit.

Emisiunile obligatare considerate cele mai lichide

- în milioane ECU -

Tipul emisiunilor	Cuponul	Scadenţa - anul -	Valoarea emisiunii
- Obligaţiuni ale Trezoreriei britanice	$9^{1/8}$ %	2001	2.750
- OAT ale Trezoreriei franceze	$9^{1/2}$ %	2000	2.707
- idem	10 %	2001	1.500

- idem	$8^{1/2}$ %	2002	1.000
- Obligaţiuni ale Trezoreriei italiene	$10^{3/8}$ %	1997	1.000
- idem	$10^{3/4}$ %	2000	1.000
- idem	$9^{1/4}$ %	2011	3.000
- Obligaţiuni ale Regatului Belgiei	$9^{1/8}$ %	1996	1.250
- Obligaţiuni ale Trezoreriei spaniole	$10^{3/4}$ %	1995	500

Sursa: ECU Newsletter, 1991

O mare parte a emisiunilor în ECU, realizate de emitenţii privaţi nebancari este supusă unor operaţiuni de swap. Se pot cita cazurile emisiunilor efectuate de Exxon, IBM, General Motors şi General Electric, care au reuşit astfel să obţină ulterior, finanţări în dolari cu dobânzi reduse.

Principalele combinaţii posibile pentru operaţiuni de swap sunt următoarele:

- swap de dobânzi: dobândă fixă în ECU/dobândă flotantă în ECU;

- swap de devize: dobândă fixă în ECU/dobândă fixă în altă valută;

- swap de devize şi de dobânzi: rată fixă în ECU/rată flotantă în valută.

Se estimează că, cel puţin 50% din ansamblul emisiunilor obligatare în ECU a făcut obiectul unor asemenea operaţiuni de swaps: dolari, lire sterline, franci elveţieni, francezi, belgieni, dolari canadieni.

Acest succes pe pieţele financiare ne îndreptăţeşte să credem că moneda europeană unică va juca un rol deosebit

de important în calitate de instrument ce aparţine **superputerii secolului XXI**, pentru a-l cita pe Lester Thurow, unul dintre cei mai apreciaţi analişti americani contemporani[5].

Din momentul în care aurul nu mai serveşte drept fundament al valorii, puterea monetară nu mai ţine de moneda propriu-zisă, ci de un amestec de putere economică, financiară şi politică. Moneda se află astăzi pe primul plan în cadrul concurenţei între Statele Unite şi Europa, înaintea comerţului. Bătălia decisivă pentru supremaţia monetară se desfăşoară pe pieţele de capital. Astăzi, în lume, se schimbă zilnic de 30-40 ori mai mulţi bani decât mărfuri. Invingătoare va fi acea monedă care va reuşi să-i seducă pe investitorii financiari; Piaţa financiară, prin dimensiune şi soliditate, va juca un rol decisiv. Un lucru este, deja cert: pieţele obligatare europene sunt comparabile cu cele nord-americane. În ceea ce priveşte celelalte categorii de titluri, îndeosebi acţiunile, pe piaţa europeană persistă o serie de handicapuri, cel mai important ţinând de ponderea încă ridicată a întreprinderilor publice, comparativ cu SUA, ceea ce privează bursele de o parte din resursele lor potenţiale. În cadrul unui sistem tripolar (dolar, ECU, yen), pieţele financiare vor avea putere de lege - afirma Michel Aglietta, profesor la Universitatea Paris X[6] . Pe măsură ce ECU se afirmă ca o adevărată monedă internaţională, cooperarea cu Statele Unite se impune ca o necesitate. Aceasta, întrucât ..."prinţul ECU nu-l va putea detrona niciodată pe regele dolar. Cooperarea strânsă între cele două părţi va constitui însă punctul de plecare, pe lungul parcurs ce duce către economia mondială unică. O idee frustrantă,

5 Lester Thurow - "Head to Head". Cartea a fost tradusă în Franţa în acelaşi an - 1992 - sub titlul "La maison Europe - superpuissance du XXI siècle", cu o prefaţă de Jacques Delors, Ed.Calmann-Lévy, Paris, 1992

6 L'ECU - concurrent du dolar ? în Problèmes économique, no.2256 din 2 ianuarie 1992

fantezistă şi totuşi plină de sensuri, într-o lume ce tinde să devină un sat"...[7]

10.4. Dilema monedă unică - monedă comună : rolul planului Delors

Alternativa monedă unică - monedă comună sau paralelă a suscitat controverse, dezbateri, proiecte şi contraproiecte. Fundamentul teoretic al acestora îl constituie **zonele monetare optime**[8].

Zonele monetare optime se definesc prin criteriile în baza cărora spaţiile monetare naţionale sunt interesate să se integreze, în baza unei monede unice sau a unei structuri de parităţi fixe irevocabile. La criteriile clasice, respectiv:

- **mobilitatea factorilor** - (R.Mundell - 1961) şi

- **gradul de deschidere a economiilor** în cauză (R. Mc. Kinnon - 1963) se adaugă, în prezent,

- **criteriul performanţelor economice omogene** (H. Bourguinat - 1973), transpus în practică prin **convergenţa macroeconomică** a economiilor ţărilor implicate. Actuala convergenţă mai are ca sursă de inspiraţie şi ideile lui R. Cooper (1977)[9] , în baza cărora **uniunea economică şi monetară reprezintă**, înainte de orice, **un bun colectiv**, care reflectă dorinţa comună a diferiţilor protagonişti ... Ch. Kindleberger (1986) arăta, la rândul său că, dacă ţările

7 Jean-Marc Vittori - L'Expansion, no.414, 17/30 oct. 1991

8 1. R.Mundel (1961), A Theory of optimum currency areas, American Economic Review, vol.51

2. R.McKinnon (1963), Optimum currency areas: un eclectic view; University of Chicago Press.

9 R.Cooper (1977), Worldwide versus regional integration, the optimum size of the integrated area, in Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral - F.Machlup, Londra

membre ale unei zone integrate au schimburi comerciale intense şi preferinţe asemănătoare sau identice, atât pentru mărfuri şi servicii, cât şi pentru aceste bunuri colective, se întrunesc condiţiile pentru constituirea unei zone monetare optime. Aceste ţări trebuie să manifeste aceleaşi preferinţe pentru o serie de obiective, **convergenţa în materie de stabilitate economică internă (lupta împotriva inflaţiei) constituind obiectivul primordial.**

În cadrul evoluţiilor istorice, putem distinge o serie de experienţe de uniuni monetare bazate pe preferinţe omogene şi anume:

- **uniunea monetară creată prin alinierea spontană a ţărilor mici la o ţară mare** (cazul Austriei, Belgiei, Olandei, aliniate la RFG);

- **uniunea monetară creată prin alinierea impusă de un partener mai puternic** (cazurile mai vechi - Anglia-Scoţia; Austria- Ungaria; Africa de Sud-Lesotho; uniunea intergermană, 1990);

- **uniunea economică şi monetară prin convergenţă negociată.**

Aceasta presupune constituirea progresivă a uniunii monetare; **uniunea va deveni definitivă din momentul constatării convergenţei macroeconomice.**

Experienţa în curs a construcţiei monetare europene presupune atât convergenţa de tip spontan - uniunea monetară prin aliniere în jurul Germaniei - cât şi convergenţa negociată.

SME constituie astăzi, în cadrul sistemului monetar internaţional, un subansamblu de monede mai stabile şi mai bine gestionate. Cu toate acestea, perioada anilor 1979 - 1994 a înregistrat 12 modificări ale cursurilor pivot. SME a contribuit, în primul rând, la reducerea inflaţiei în ţările membre. Aceasta,

întrucât în centrul sistemului se află economia cu inflaţia cea mai redusă - Germania, ceea ce a influenţat politica economică a ţărilor din jur. SME a avut astfel un rol cardinal în ajustarea politicilor economice - acela de "paznic al inflaţiei".

Anul 1990 a fost marcat de concurenţa a trei proiecte de accelerare a construcţiei monetare europene. Astfel, pe marginea **dilemei monedă comună - monedă unică** s-au confruntat :

- planul Comitetului Delors[10] , care a avut câştig de cauză;

- planul "evoluţionist" al concurenţei monedelor, prezentat de Trezoreria britanică, în iunie 1989 şi inspirat din ideile lui F.A.Hayek[11] ;

- planul John Major (1990) pentru un ECU întărit, cu rol de monedă paralelă[12] .

Planul Delors prevede trei etape nedatate pentru edificarea UEM :

- prima etapă constă în întărirea convergenţei politicilor economice şi a mecanismelor de schimb valutar, în cadrul SME (grile de parităţi şi marje de fluctuaţie);

- a doua etapă este considerată pregătitoare pentru punerea în aplicare a Sistemului European al Băncilor Centrale (SEBC) şi pentru definitivarea convergenţei politicilor economice şi monetare;

10 Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté économique européenne, Comité pour l'étude de l'Union économique et monétaire, Bruxelles, 1989

11 An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union, UK Treasury, nov.1989

12 Bank of England (1990), The United Kingdom's Proposal for Economic and Monetary Union, Quarterly Bulletin, august

- a treia etapă se caracterizează prin eliminarea marjelor de fluctuație și fixarea irevocabilă a parităților, ceea ce semnifică înfăptuirea deplină a Uniunii economice și monetare, bazată pe moneda unică.

Raportul cuprinde și alte dispoziții, cum este, de exemplu, foarte discutata dispoziție ce impune un plafon pentru deficitele bugetare (3% din PIB).

Seria de reuniuni la nivel înalt, consacrate etapelor planului Delors, a condus la 10 decembrie 1991, la istoricele **Acorduri de la Maastricht, care consacră principiul monedei unice, prin abandonul progresiv al suveranității monetare și uniunea politică, drept fază finală a unificării.**

Introducerea monedei unice, fixată ulterior pentru 1 ianuarie 1997, reprezintă a treia etapă, pentru țările care îndeplinesc cele **5 criterii de convergență**:

- o rată a inflației care să nu depășească, decât în limita a 1,5%, rata medie a inflației în cele trei țări membre cele mai performante, din acest punct de vedere;
- deficitul bugetar să reprezinte sub 3% din PIB;
- datoria publică să scadă sub 60% din PIB;
- rata dobânzii pe termen lung să nu se distanțeze, cu mai mult de 2%, de media ratelor existente, în țările cu nivelul cel mai redus;
- apartenența la mecanismul de schimb din cadrul SME, cu marja de fluctuație cea mai redusă, în ultimii doi ani (1995- 1997).

Cu toată incertitudinea, care persistă încă asupra datei introducerii monedei unice, mai ales în viziunea pesimiștilor (1997 - ?), alternativa britanică a monedei paralele a fost definitiv respinsă. Pentru Marea Britanie, în virtutea clauzei de

abținere (opting-out) există posibilitatea reintegrării ulterioare în UEM.

Organizarea Sistemului European de Bănci Centrale a fost pregătită prin inaugurarea Institutului Monetar European, la 1 ianuarie 1994, însărcinat cu coordonarea politicilor monetare și întărirea cooperării între băncile centrale, extinderea utilizării ECU și supravegherea funcționării SME.

10.4.1. ECU - moneda unică a Uniunii Europene

Tratatul de la Maastricht prevede ca la sfârșitul anului 1996, ca urmare a unei decizii politice sau, în mod automat, la sfârșitul anului 1998, ECU să devină moneda unică pentru țările care îndeplinesc criteriile de convergență. Aceasta înseamnă că ECU va înlocui monedele naționale și că vom renunța foarte curând la majuscule, pentru a scrie **ecu** cu litere mici, așa cum scriem dolar sau marcă[13]. Contextul macroeconomic din ultimii ani alimentează, însă, aprecierile pesimiste: în 1994, nici o țară nu putea să respecte criteriile de convergență, ceea ce înseamnă că trecerea la moneda unică, conform programului prevăzut devine ipotetică. (Tabelul nr.1 și tabelul nr.2)

13 această grafie este deja adoptată de o serie de studii de specialitate

Tabelul nr.1

Situația țărilor membre U.E. în raport cu criteriile de convergență în 1991

Criteriul Țara	Inflația (x)	Deficitul public (xx)	Datoria publică brută	Participarea la SME	Rata dobânzii pe termen ung	Pregătită pentru UEM
Germania	3,7	3,2	42,1	da	8,5	da
						(xxx)
Belgia	2,5	6,8	129,5	da	9,3	nu
Danemarca	2,5	2,2	68,4	da	9,3	da
						(xxxx)
Spania	6,3	5,2	45,2	nu	12,8	nu
Franța	3,0	2,1	35,5	da	9,5	da
Marea-Britanie	7,4	2,7	35,8	nu	10,1	nu
Grecia	18,4	16,3	103,9	nu	-	nu
Irlanda	2,3	2,0	97,0	da	9,2	nu
Italia	6,9	10,2	101,4	da	13,1	nu
Luxemburg	2,9	1,0	6,2	da	8,2	da
						(xxxxx)
Olanda	3,4	2,5	79,0	da	8,8	nu
Portugalia	11,1	7,6	69,4	nu	17,1	nu
Norma	3,9	3,0	6,0	da	10,5	

Sursa: Revue française d'économie, vol.IX, 3, 1994

x - Deflator al consumului privat

xx - Necesarul de finanțare netă al administrațiilor publice

xxx - Depășirea criteriului "deficit public" este redusă

xxxx- Depășirea criteriului "datorie publică" este relativ redusă.

Tabelul nr.2

Situația țărilor membre U.E. în raport cu criteriile de convergență, în 1993

Criteriile Țara	Inflația (x)	Deficitul public (xx)	Datoria publică brută (xxx)	Participarea la SME (xxxx)	Rata dobânzii pe termen lung	Pregătită (aptă) pentru UEM
Germania	4,0	3,3	48,9		6,5	nu
Belgia	2,8	7,0	138,4		7,2	nu
Danemarca	1,4	4,4	80,6		7,2	nu
Spania	4,7	7,2	55,9		10,5	nu
Franța	2,3	5,5	44,1		7,0	nu
Marea-Britanie	3,4	7,6	48,8		7,6	nu
Grecia	13,7	15,5	121,2	(xxxx)	nd	nu
Irlanda	2,0	2,3	99,0		8,1	nu
Italia	4,4	9,4	118,1		11,3	nu
Luxemburg	3,6	2,5	10,0		6,9	da (xxx)

Olanda	2,1	4,0	81,4		6,5	nu
Portugalia	6,7	7,1	66,4		12,4	nu
Norma	3,3	3,0	60,0		8,9	

Sursa: Revue française d'économie, vol.IX, 3, 1994

x - Deflator al consumului privat

xx - Necesar net de finanțare al administrațiilor publice

xxx - Criteriul "inflație" fiind ușor depășit și presupunând că întoarcerea la marjele normale de fluctuație în cadrul SME se va realiza în scurt timp.

xxxx - Lira italiană și lira sterlină au ieșit din SME, începând cu data de 17/9/1992. Pentru celelalte țări membre, marjele de fluctuație au fost lărgite la ±15% (vara anului 1993).

Ca monedă unică, ECU va exercita toate funcțiile monetare - unitate de cont, unitate de plată și instrument de rezervă. În același timp, dispunând de un spațiu propriu și de instituții specifice de reglementare, moneda unică se va substitui monedelor existente. Așa cum am văzut, teza cu privire la moneda unică a avut câștig de cauză asupra "monedei comune", susținută de britanici. Această monedă ar fi trebuit să concureze monedele europene, moneda "bună" (puternică) eliminând-o pe cea "proastă", forțele pieței fiind considerate mai presus decât opțiunile politice. Intenția afirmată a primului ministru M.Thatcher, de a salvgarda poziția Băncii Angliei, în opinia sa "cea mai gravă abdicare a istoriei noastre în materie de suveranitate națională și parlamentară", conservatorismul de care a dat dovadă, au făcut-o să-și piardă postul. Dacă Marea Britanie s-ar fi detașat atunci de Uniunea Europeană și de SME, rolul financiar al Londrei ar fi fost foarte greu de menținut, întrucât prosperitatea britanică depinde foarte mult de integrarea europeană. Forțele politice din Marea Britanie sunt astăzi pe deplin conștiente de aceasta[14].

10.4.2. Avantajele monedei unice

Un prim avantaj se situează la nivelul comercial și constă în **eliminarea costurilor de conversie a monedelor**, unele contra altora. Moneda unică elimină toate aceste cheltuieli suportate de întreprinderi sau persoane fizice. Economiile ce pot fi realizate, în acest sens, au fost estimate la peste 15 miliarde ECU pe an, respectiv 0,4% din PIB comunitar [15].

Un alt avantaj îl constituie **eliminarea incertitudinilor cu privire la cursul de schimb**, a cărui variație exercită efecte nefavorabile asupra comerțului. În prezent, orice operațiune de export este însoțită de riscuri, datorită decalajului existent între data încheierii contractului și data plății. Exportatorul poate elimina acest risc solicitând plata în moneda națională; un asemenea comportament deplasează însă riscul către importator. În această situație, singura posibilitate de contracarare constă în recurgerea la piețele la termen. Aceste piețe nu permit de regulă acoperirea tuturor devizelor sau întregii game de riscuri. Moneda unică elimină, în mod radical, asemenea incertitudini. În același timp, moneda unică favorizează **fuziunea piețelor de instrumente financiare** din aceeași categorie, ceea ce permite întreprinderilor și in-

14 Lester Thurow - op.cit., pag.27-28

15 estimări ale Comisiei UE

stituțiilor financiare să facă economii; totodată, **piețele se lărgesc și devin mai lichide.**

În ceea ce privește **relațiile monetare internaționale, efectele Uniunii monetare sunt și mai puternice** și constau în:

- **utilizarea crescândă a ECU în cadrul tranzacțiilor comerciale** ca instrument de facturare - ceea ce va permite **reducerea instabilității generate de variațiile de curs ale dolarului**;

- posibilitatea ce revine emitentului de monedă de a beneficia de **venituri de pe urma sumelor deținute în străinătate**; sumele totale în ECU deținute, în prezent, în afara Europei sunt estimate la 35 miliarde dolari;

- **realocarea portofoliilor** de titluri, **în favoarea titlurilor în ECU**;

- prin **dispariția necesarului de rezerve** se vor realiza **economii importante** în cadrul schimburilor intracomunitare, estimate la 200 miliarde dolari;

- **coordonarea monetară internațională va înregistra progrese** notabile.

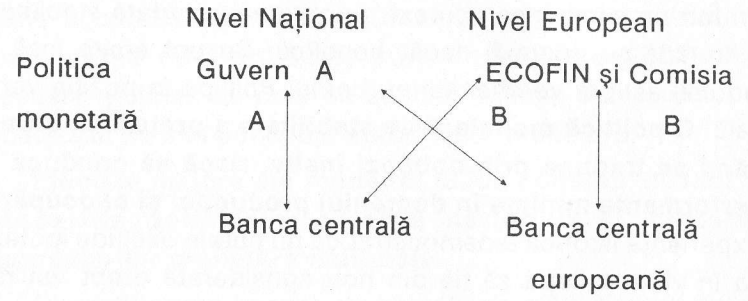
Raportul Comisiei, intitulat "Marché unique, monnaie unique. Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire [16]", prezintă și un **argument de natură psihologică.** Moneda unică va reprezenta pentru agenții economici "simbolul vizibil al înfăptuirii UEM, ceea ce înseamnă că vor deveni **conștienți de disciplina ce rezultă, în materie de salarii și de prețuri.**"

16 Studiu dirijat de Michael Emerson, Revista "Economie européenne", no.44, octombrie 1990

Gestiunea monedei unice este încredințată instanțelor monetare independente: **Banca Centrală Europeană** (BCE) și **Sistemului european de bănci centrale** (SEBC). Acestea se vor ocupa de emisiuni și de politica monetară internă, prin intermediul instrumentelor clasice, operațiuni de open market, stabilirea ratei dobânzilor și determinarea rezervelor obligatorii.

Tratatul de Maastricht invocă și principiul **independenței autorităților monetare, naționale și europene în raport cu instanțele politice**. De fapt, acest principiu al independenței totale al autorităților monetare trebuie interpretat în mod diferit, după cum este vorba de puterea națională sau de cea europeană. Independența în raport cu instanțele naționale este indispensabilă, după cum rezultă din schema care urmează (săgețile A).

Independența monetară



În schimb, independența față de autoritățile economice și politice europene - Comisia și Consiliul de miniștri ai Economiei și Finanțelor (prescurtat ECOFIN) este discutabilă, întrucât ar crea o breșă între domeniul economic și cel monetar.

10.4.3. Stabilitatea preţurilor - ca prioritate

Acordurile menţionează, în mai multe rânduri, **prioritatea acordată obiectivului de luptă contra inflaţiei**. Astfel, articolul 3A precizează că, dacă politica monetară susţine politicile economice generale în cadrul comunităţii, aceasta trebuie să se producă "fără a se aduce prejudicii obiectivului prioritar al stabilităţii preţurilor".

Ne putem, totuşi, îndoi de legitimitatea priorităţii absolute acordate luptei împotriva inflaţiei. De fapt, în plan teoretic, prioritatea acordată luptei contra inflaţiei şi disocierea între elementul economic, încredinţat ECOFIN şi cel monetar, încredinţat BCE şi SEBC, nu se justifică decât dacă curba lui Phillips este verticală. În acest caz, nu există nici o modificare posibilă a inflaţiei sau şomajului; orice politică de relansare prin monedă va determina creşterea inflaţiei, fără a se reuşi, însă, o reducere durabilă a ratei şomajului.

Într-un asemenea context, prioritatea acordată stabilităţii preţurilor nu poate fi decât benefică. Se pot emite însă şi îndoieli asupra veridicităţii curbei lui Phillips în poziţie verticală. **O politică monetară de stabilitate a preţurilor, atunci când se traduce prin dobânzi înalte, riscă să conducă la performanţe minime în domeniul producţiei şi al ocupării.** Experienţa istorică a demonstrat că nu putem exclude ipoteza ca în viitor inflaţia să fie din nou considerată drept "un rău necesar"!17.

În ceea ce priveşte politica cursului de schimb al ECU în monede terţe, respectiv atribuirea de responsabilităţi în

17 S.Gaftoniuc - Politici economice anticriză. Relansarea concertată şi oportunităţi de cooperare internaţională - teză de doctorat - ASE Bucureşti, p.126

materie de politică monetară externă, se menţin, în continuare, o serie de ambiguităţi. Astfel, după cum se precizează în articolul 109[18], Consiliului îi revine competenţa să semneze acorduri de schimb şi să modifice paritatea ECU. În plus, se precizează că în absenţa unui sistem al cursurilor de schimb faţă de monede terţe, Consiliului îi va reveni întotdeauna sarcina să stabilească orientările de politică de curs faţă de aceste monede. Rezultă, deci, că instanţele politice vor fi cele ce vor decide asupra unei monede puternice sau slabe, în raport cu alte monede dar, în primul rând, în raport cu dolarul.

În realitate, partajarea competenţelor este mult mai imprecisă şi problematică. Pe de o parte, se precizează că **orientările generale** în materie de politică de curs, definite de Consiliu, nu afectează obiectivul principal al SEBC, respectiv menţinerea stabilităţii preţurilor. Pe de altă parte, dacă orientările generale revin Consiliului, instrumentele de gestiune a cursului de schimb (intervenţia pe piaţa valutară, manevrarea ratei dobânzii) sunt încredinţate SEBC. Prin aceasta, politica de curs de schimb definită de Consiliu, se poate izbi de independenţa autorităţilor monetare.

Efectele majore ale monedei unice constau, de fapt, **în dispariţia deficitelor externe naţionale şi dispariţia deprecierilor monetare naţionale.**

Constrângerea impusă de balanţa de plăţi dispare pentru fiecare stat luat izolat; totodată, deprecierile competitive, utilizate în scopul revenirii balanţei la echilibru dispar, la rândul lor. **Echilibrul balanţei de plăţi încetează, deci, să**

18 Traité sur l'Union Européenne, Luxembourg : Office des publications officielles des Communautés européennes, 1992, p.32

mai reprezinte o problemă națională, de macrostabilizare, devenind o constrângere la nivel microeconomic, în domeniul privat. Moneda unică elimină astfel constrângerea externă națională, menținând-o totuși, atenuată, la nivel superior.

În același timp, moneda unică suprimând posibilitățile de depreciere, **blochează** categoric **orice pușeu inflaționist izolat,** într-o singură țară. Cu ani în urmă, țările europene au cunoscut ritmuri de creștere a salariilor și prețurilor foarte diferite; ajustările de curs permiteau însă o compensare a variațiilor de costuri salariale. Moneda europeană unică deconectează spațiul de formare a veniturilor - care rămâne național - de spațiul de suveranitate monetară - care devine european. În consecință, **fiecare țară va trebui să stăpânească mai bine procesul de formare a prețurilor și respectiv, a salariilor.**

Între politica și suveranitatea bugetară și cea monetară există o relație foarte strânsă. În caz de deficit, se poate apela la emisiunea monetară, care reportează astfel povara finanțării pe umerii ansamblului de agenți economici. Prin moneda unică, politica monetară este transferată la nivel comunitar, politica bugetară rămânând singurul instrument de politică economică conjuncturală națională. În același timp, în virtutea relației strânse existente între politica monetară și cea bugetară, absența disciplinei bugetare într-unul sau mai multe state membre ar putea compromite orientările politicii monetare comune: se vor exercita, astfel, presiuni asupra BCE, pentru ca politica monetară să devină mai laxistă. Există și posibilitatea ca țara în cauză să iasă din UEM, pentru a-și putea, astfel, monetiza datoria publică. Această ipoteză ar pune de fapt în discuție caracterul irevocabil al aderării la UEM. Din acest motiv, tratatul de la Maastricht definește un cod de bună conduită în materie de politică bugetară și

datorie publică. În acest sens, coordonarea politicilor economice are drept obiectiv principal eliminarea impactului externalizării negative a politicilor naționale asupra poziției macroeconomice a partenerilor.

Fără a intra în analiza cauzelor care au condus la situația de criză din anii 1992 - 1993 și repunerea în discuție a mecanismului fundamental al SME[19], trebuie să precizăm că situația creată prin lărgirea bandelor de fluctuație este provizorie. Există, în acest sens, câteva propuneri pe care le prezentăm în continuare.

O primă abordare pornește de la faptul că SME a fost victima unor evenimente deosebite: recesiunea generalizată și reunificarea germană s-au produs într-un moment inoportun, care a coincis cu ratificarea tratatului de la Maastricht. În anii ce vin, repetarea unor asemenea dificultăți este, însă, puțin previzibilă, cel puțin până în 1999. În acest caz, așteptarea replasării sau repunerii pe picioare a SME, înainte de anul 1997, apare ca suficientă. A face, însă, să depindă o opțiune atât de importantă cum este UEM, de o politică laissez-aller, nu pare să fie abordarea cea mai nimerită. Din acest motiv, artizanii UEM - și este de menționat aici aportul deosebit al lui Jacques Delors - consideră că trecerea rapidă la transpunerea în practică a UEM va rezolva toate problemele ce țin de disfuncționalitățile SME. Această soluție s-a izbit, la început, de reticența Bundesbank. Poziția acesteia este că uniunea monetară trebuie să constituie ultima fază a unui lung proces de convergență (respectiv, trecerea de la "de facto" la "de jure"). Un asemenea punct de vedere nu are, însă, un suport teoretic bine argumentat; se bazează în mod intuitiv pe rigiditatea prețurilor și salariilor, putând fi analizat în cadrul unui joc à la Barro și Gordon (1983), între autoritățile monetare și

19 pentru analize detaliate se pot consulta: Problèmes économiques no.2358/12 ianuarie 1994, no.2378/18 mai și no.2399/23 noiembrie 1994 și Revue française d'économie, vol.IX, 1994.

sindicate. Întrucât UEM reprezintă în mod clar o schimbare de regim, curbele preţurilor şi salariilor în perioada premergătoare UEM nu pot avea putere de anticipaţie pentru comportamentul în interiorul uniunii (critica lui Lucas). Aşa s-a ajuns la convingerea că **trecerea imediată la înfăptuirea UEM** constituie cea mai potrivită soluţie la situaţia rezultată din crizele cursurilor de schimb. Costurile uniunii rapide apar, astfel, ca tranzitorii şi limitate la următorii doi - trei ani. Înfăptuirea imediată a UEM apare, deci, din punct de vedere economic, cea mai bună opţiune. Referitor la cursul de schimb, Tratatul de la Maastricht prevede că acesta trebuie să evolueze în interiorul unor **limite normale,** în perioada de doi ani premergătoare UEM. Din acest motiv, situaţia creată la 1 august 1993, nu poate fi decât provizorie: până în 1997 va trebui să se revină la limitele normale sau să se abandoneze principiile Tratatului. O altă propunere se referă, deci, la declararea ca limite normale a "bandelor" de ± 15%, ceea ce contravine spiritului Actului Unic şi deschiderii complete a pieţelor. Această propunere a condus la opţiunea fermă a autorităţilor monetare de a se respecta, pe cât posibil, limitele strânse (± 2,25%). Posibilitatea de creştere a volatilităţii, respectiv fluctuaţiilor cursurilor de schimb bilaterale, este considerată riscantă şi chiar periculoasă pentru procesul de construcţie europeană (studiul Giavazzi - Pagano, 1988).

Pentru ţările din Europa Centrală, care au în prezent statutul de asociate la UE, **grăbirea procesului de aderare** la UEM, privită prin prisma avantajelor monedei unice **apare ca benefică**. Aceste ţări vor putea elimina, astfel, în mod brusc şi decisiv, o serie de probleme legate de procesul de convertibilitate monetară, de dezechilibrele de balanţă de plăţi şi deficitele bugetare. Coordonarea, încă de pe acum, a eforturilor şi energiilor creatoare, depăşirea naţionalismului prin solidaritate, economie de piaţă şi integrare, în spiritul statului de drept, se impun ca o necesitate.

CAPITOLUL XI

RESTABILIREA CONVERTIBILITĂŢII MONEDELOR ÎN ŢĂRILE DIN EUROPA CENTRALĂ ŞI DE EST

Problema convertibilităţii monedelor, de câţiva ani la ordinea zilei în această zonă geografică, apare atât ca un obiectiv primordial de politică economică, dar şi ca un simbol. Este, în primul rând, simbolul restabilirii libertăţii depline de circulaţie a persoanelor, după o jumătate de secol de izolare prin forţă. Pentru guverne şi întreprinderi, convertibilitatea monetară reprezintă simbolul reintegrării în economia mondială, condiţia de bază a relansării economice şi a emancipării politice. Pentru partenerii occidentali, întoarcerea la convertibilitate înseamnă redeschiderea pieţelor estice pentru comerţ şi investiţiile de capital. FMI a susţinut în mod direct această politică, atât în ţările est-europene cât şi în cele în curs de dezvoltare. Inconvertibilitatea este considerată, în prezent, o anomalie trecătoare, incompatibilă cu statutul de economie europeană evoluată.

Convertibilitatea presupune posibilitatea rezidenţilor sau nerezidenţilor de a putea obţine, fără restricţii sau discriminări, moneda unei ţări în vederea unor plăţi sau transferuri internaţionale. Convertibilitatea deplină sau absolută, respectiv absenţa restricţiilor de orice fel asupra schimbului valutar, indiferent care sunt agenţii economici sau tipul de tranzacţie, reprezintă situaţia limită. În realitate, există **grade**

de convertibilitate sau o scară graduală, noțiunea de **monedă forte** (hardness) fiind asimilabilă cu cea de convertibilitate[1]. Există, deci, forme sau modalități, mai mult sau mai puțin severe, de control asupra schimbului valutar. **Convertibilitatea,în accepțiunea dată de FMI - absența restricțiilor față de nerezidenți, pentru tranzacțiile în cont curent** -, apare ca un grad convențional pe o asemenea scară de convertibilitate. O clasificare univocă a gradelor de convertibilitate este dificilă, întrucât există o serie de variante posibile: pe categorii de agenți economici (rezidenți /nerezidenți), pe zone monetare (convertibilitate regională), în funcție de moneda în cauză și chiar după natura convertibilității însăși (reală sau financiară). Combinarea acestor criterii a permis determinarea a 24 de forme diferite[2]. Gradul și modalitățile de convertibilitate pentru rezidenți sunt cele ce trebuie luate în considerare (**convertibilitatea internă**).

Este necesar să amintim că socialismul, trecând peste cele câteva încercări, mai mult sau mai puțin izolate de liberalizare, a fost construit pe baza inconvertibilității monetare, atât externe, cât și interne. Inconvertibilitatea reală a monedelor în țările cu economie planificată este, de fapt, o **inconvertibilitate - marfă** și nu o opțiune de politică monetară, rezultând din natura specifică a sistemului economic de tip sovietic. Aceasta este asemănătoare, dar nu trebuie confundată cu **inconvertibilitatea juridică**, care se

1 J.Wilczynski (1978) distinge 9 grade de convertibilitate, de la convertibilitate deplină la transferabilitate în cadrul unei zone monetare regionale, subordonată acordului țărilor respective

2 H.Dunajewski (1979), face distincție între convertibilitatea "în dublu sens" și convertibilitatea "în sens unic": rezidenții pot vinde devize, dar nu și să le cumpere

exprimă printr-o serie de interdicții, însoțite de sancțiuni: interdicția pentru rezidenți de a deține și a schimba devize, interdicția pentru rezidenți și nerezidenți de a scoate lichidități în afara granițelor naționale ...[3] . Unele operațiuni de schimb legale (cele efectuate de turiștii străini) sau ilegale (piața neagră) sunt posibile. Existența pieței negre reprezintă caracteristica monedei neconvertibile. Decotarea monedelor estice pe piața neagră, față de cursul oficial, a atins uneori proporții însemnate - a fost cazul coroanei cehe, altădată o monedă puternică, revenită, însă, în scurt timp la stabilitate, sau al zlotului, a cărui depreciere deține recordul istoric, supus recent unei reforme monetare.

Trecerea la convertibilitate a pus problema reunificării cursurilor de schimb multiple, ce corespundeau odinioară diferitelor tipuri de tranzacții, reunificare indisociabilă de trecere la economia de piață.

Efectele negative ale inconvertibilității și organizării bilaterale a schimburilor comerciale, care derivă din aceasta, au fost cunoscute și criticate în repetate rânduri. Crearea rublei transferabile în 1963 care urma să devină moneda internațională a țărilor membre CAER, a fost interpretată drept o trecere la o convertibilitate regională. Ca urmare a Programului Complex (1971), ulterior s-au succedat o serie de încercări nereușite de a pregăti convertibilitatea externă a rublei transferabile, ce urma să aibă loc în preajma anului 1990. Toate aceste încercări, fără un rezultat corespunzător, constituie, însă, o bază de studiu și reflecție asupra problemelor ridicate de trecerea la convertibilitate. Ruptura

3 P.Dembinski (1985), face distincție între inconvertibilitatea juridică și inconvertibilitatea economică, prima fiind de natură absolută, a doua, de natură graduală

intervenită în 1989, opțiunea fără echivoc pentru transformarea sistemului economic (și nu doar o simplă reformă), prioritatea acordată deschiderii internaționale în toate țările, au determinat un context cu totul nou pentru trecerea la convertibilitate. Experiența acumulată încă din anii 1960 a contribuit la o mai bună cunoaștere a naturii inconvertibilității monedelor socialiste, multă vreme neînțeleasă, atât de către specialiștii din Est, cât și de către cei occidentali. Experiența din trecut scoate în evidență **obstacolele acestei curse către convertibilitate, concepția gradualizării fiind dominantă.**

Trecerea la convertibilitate se identifică cu transformarea radicală a economiilor socialiste. Condiția primordială a fost aceea de a se restabili relații economice directe între agenții economici naționali și exterior, ceea ce presupune instaurarea convertibilității interne pentru tranzacțiile curente, respectiv posibilitatea efectivă de a vinde și cumpăra devize la un curs de schimb unic.

Convertibilitatea internă reprezintă, în același timp, condiția necesară pentru restabilirea relațiilor între prețurile interne și cele mondiale și pentru ansamblul restructurărilor ce vor fi întreprinse. Aceasta presupune întoarcerea la o autonomie deplină a întreprinderilor, stimulate în mod automat să exporte, supuse presiunii importurilor concurențiale și, prin aceasta, constrânse să se adapteze la cerințele pieței, în conformitate cu normele țărilor dezvoltate.

Condițiile necesare pentru asigurarea convertibilității sunt, pentru toate țările în cauză, următoarele:

- sistem de prețuri bazat pe costurile reale și relativa raritate (națională sau internațională) a produselor;

- o ofertă largă, diversificată de produse pentru export, nedirijată de la centru;

- punerea în funcțiune a pieței valutare, în baza unor cursuri unice, ce asigură un echilibru aproximativ între cererea și oferta de devize.

Reforma pieței valutare trebuie întreprinsă după cea a sistemului de prețuri și aceasta, urmată de o serie de reforme la nivel microeconomic, care presupun liberalizare și revenirea la productivitate pentru întreprinderi, ceea ce înseamnă, de fapt și în primul rând, **privatizare.**

Metoda experimentată, peste tot până în prezent a fost cea a gradualizării, abordarea progresivă, etapă cu etapă, a reformelor și obstacolelor, reprezentând singura soluție pentru evitarea blocajului financiar. În Rusia, economistul Abalkin (1989) a propus, în acest sens, o ordine logică, de tip calendar, care presupune următoarele etape:

- privatizarea întreprinderilor și întoarcerea la proprietatea individuală;

- reforma sistemului intern de prețuri;

- reforma sistemului bancar și desființarea monopolului asupra comerțului exterior;

- convertibilitatea monedei.

Ideea unei serii de reforme parțiale, care să permită pregătirea sau așteptarea instaurării convertibilității, a câștigat teren în unele țări, printre care și România. Asemenea "amenăjări", se spune, ar putea avea avantajul de a evita șocurile și de a-i pregăti pe agenții economici pentru o revenire ulterioară deplină la disciplina economiei de piață. Toate formulele avansate au fost apoi repede abandonate, întrcât soluțiile parțiale presupun o serie de limite, care vor fi analizate în continuare.

11.1. Licitațiile valutare

Vânzări/cumpărări de devize convertibile la licitație au fost organizate în Polonia, Bulgaria, Cehoslovacia, România, Rusia. Instituite pentru prima dată în Polonia, în 1984, şi rezervate pe atunci doar întreprinderilor de stat, ulterior, licitațiile valutare au fost extinse. Ideea de bază a fost cea a constituirii unui embrion de piață valutară liberă, care să reprezinte o alternativă, în raport cu piața neagră, urmând a se încerca apoi stabilirea de cursuri de piață. Fiind încă foarte închise, aceste piețe au cursuri ce nu corespund anticipărilor raționale, cu un mod de formare asimetric, cererea fiind mereu mai puternică decât oferta. Spre deosebire de piața oficială, care rămâne în continuare stabilită administrativ, s-ar putea spune că nu s-a realizat altceva decât adăugarea unei gradații suplimentare la regimul cursurilor de schimb multiple. Aşa a considerat guvernul polonez, în martie 1989, când a decis să creeze o piață valutară globală complet liberalizată.

11.2. Zonele comerciale şi valutare speciale

Asemenea zone presupun instaurarea progresivă a convertibilității, în zone teritoriale limitate. Economiştii "şcolii siberiene", reuniți în jurul lui A.G.Abanbeguian şi L.Abalkin, au propus, de exemplu, limitarea convertibilității la întreprinderile create în aceste zone libere, apărute în Rusia, în 1990 - 1991 (în jurul portului Nahodka, de la Oceanul Pacific şi alta la Viborg, în zona de frontieră cu Finlanda), experimentul urmând a fi, apoi, extins la alte zone.

Experiența chineză a zonelor speciale a demonstrat că nu se pot forma cursuri sănătoase în asemenea enclave, sistemul funcționând doar în cadrul circuitului închis. Ideea unei con-

vertibilități care să câştige teren, pas cu pas, pornindu-se de la aceste "laboratoare" este departe de ceea ce se doreşte a se obține prin revenirea la convertibilitate.

11.3. Cursurile duble

O altă metodă graduală este cea a unei duble piețe valutare sau cursurile duble. În cadrul procesului de "perestroika", URSS a anunțat cu ani în urmă că se va orienta către sistem de cursuri duble: unul pentru mărfurile de bază, altul pentru toate celelalte mărfuri. Un asemenea tip de reformă are drept inconvenient principal menținerea a două modalități de alocare a resurselor. Adeseori, menținerea cursului de schimb "realist" sau "suportabil", în primul sector, va furniza argumente pentru tot felul de obstacole sau întârzieri în liberalizarea completă a prețurilor.

Experiența acumulată până în prezent, dar, în primul rând, experiența poloneză scot în evidență **două categorii de măsuri necesare pentru întoarcerea la convertibilitate:**

- **reforma monetară**, care se impune cu timpul în toate țările, are drept scop **sterilizarea excesului de lichidități**, deci reducerea inflației;

- **reforma sistemului fiscal** trebuie să aibă în vedere **reducerea deficitului bugetar** şi **impunerea unor constrângeri de ordin bugetar, în primul rând întreprinderilor.** Aceasta ar trebui să conducă şi la o scădere a cererii de valută.

11.4. Moneda comună

În sfârşit, o ultimă soluție imaginabilă, dar prea puțin posibilă, ar fi cea a unei monede comune, după modelul mai vechi al Uniunii Europene de Plăți. Aceasta ar presupune existența unui organism central de clearing (BRI pentru UEP) şi un sistem de reglementare a soldurilor, care să combine creditul cu reglementări în aur sau dolari,

pentru deficite. Se știe că acest mecanism a permis transferabilitatea monedelor europene și a pregătit convertibilitatea lor externă.

Primul obstacol major în calea unei asemenea soluții îl constituie faptul că, exceptând Rusia, celelalte țări nu dețin resurse suficiente de aur sau devize. În al doilea rând, fostele țări membre CAER manifestă o adevărată "alergie" la monedele comune, ce ține de o atitudine de cooperare, în prezent prea puțin evidentă în restul Europei. Țările mai avansate în procesul de reformă (Ungaria, Cehia) se tem de experiențele proaste din trecut, când erau nevoite, prin sistemul de clearing, să accepte mărfuri de proastă calitate sau care nu corespund necesităților lor reale.

O asemenea soluție este, totuși, posibilă în țările din spațiul CSI care reunesc caracteristicile unei zone monetare optime, în baza unor criterii de preferințe comune, (Ch.Kindelberger sau R.Cooper) și mai puțin în baza criteriilor obiective, cum ar fi mobilitatea factorilor (criteriul lui Mundell) sau de deschidere (Mc Kinnon).

*

* *

În final, putem aprecia că **modul cum se va realiza trecerea la convertibilitate, reprezintă cheia de boltă a succesului tranziției,** în ansamblul său.

După puternicele deprecieri monetare din primii ani ai deceniului, toate băncile centrale au adoptat în prezent **politici de apreciere monetară**, **în scopul stăpânirii inflației interne.** În unele țări, această politică a fost susținută de evoluția investițiilor străine directe și resursele suplimentare provenite din creșterea datoriei externe.

Fluxurile de capital sunt supuse, în continuare, unor restricții. Din acest motiv, evoluția balanței conturilor curente a jucat un rol important în determinarea cursurilor de schimb pe termen scurt. **Cursurile de schimb în raport cu marca germană și ECU au în prezent o importanță deosebită**, întrucât Germania și respectiv UE reprezintă principalii parteneri comerciali pentru țările din Europa Centrală.

SITUAȚIA MONEDELOR DIN EUROPA CENTRALĂ

	Comerț exterior 1993		Sistem de curs de schimb			Anticipări de curs			
	Principalul partener	Export/ /PNB	Sistem de curs de schimb	Monedă	Coș monetar	Curs de schimb	14/9/94	6 luni	12 luni
Republica Cehă	Germania	36 %	Sistem fix	Coroană (CZK)	65 % DM 35 % USD	CZK/USD CZK /DM	27,8 18,1	28,2 18,2	26,2 18,4
Slovacia	Rep.Cehă	50 %	Sistem fix	Coroană (SKK)	60 % DM 40% USD	SKK/USD SKK / DM	31,1 20,2	31,5 20,3	29,7 20,5
Polonia	Germania	13 %	Paritate târâtoare	Zlot (PLZ)	35 % DM 45% USD	PLZ/USD PLZ / DM	22998 14955	25500 16450	27500 19000
Ungaria	Germania	24 %	Paritate ajustabilă	Forint (HUF)	70% ECU 30% USD	HUF/USD HUF/ DM	107,7 70,0	114,3 73,7	119,5 82,4
Slovenia	Germania	51 %	Sistem flexibil	Tolar (SIT)		SIT/USD SIT/ DM	120,7 78,5	125,7 81,1	126,4 87,0

Sursa : Problèmes économiques no. 2399 din 23 nov. 1994

CAPITOLUL XII

NOI ORIENTĂRI ÎN POLITICA ECONOMICĂ

Trăim astăzi într-o lume în care mai mult decât oricând succesul economic este un barometru al prestigiului național. În același timp, datorită expansiunii firmelor transnaționale, investițiilor străine directe și circulației rapide a capitalurilor, dintr-o țară în alta, tranzacțiile internaționale au încetat să mai reprezinte un joc cu suma 0, în care un câștig înregistrat de un partener corespunde neapărat unei pierderi suferite de celălalt. În consecință, o **politică economică națională, care are cele mai mari șanse de a genera prosperitate, este acea politică al cărui orizont depășește sfera restrânsă a intereselor unei singure țări.** Cu toate acestea, succesul economic și prestigiul național nu pot fi dobândite decât printr-**o definire corectă, atentă și anticipată a ceea ce numim "interesul național", ale cărui coordonate constituie, de fapt, pilonii orientărilor de politică economică.**

Criza economică din ultimii 20-25 de ani s-a manifestat inițial prin accentuarea confruntărilor teoretice și metodologice în materie de politică economică. În ultimii ani, putem afirma că în rândurile economiștilor există mai mult consens, în multe privințe. Convergența de opinii este considerabilă în privința protecționismului, comerțului liber și controlului statului asupra prețurilor și pieței. Putem spune, totodată, că se face o distincție tot mai clară între rolul statului în plan macroeconomic și microeconomic. Prezența macroeconomică activă a statului, prin intermediul importantului for de politică monetară - banca centrală - (moneda fiind un instrument al puterii), prin intermediul autorilor politicilor

bugetare și fiscale, de protecție a mediului sau a prețiosului capital uman, reprezintă o realitate în toate țările care cunosc, în prezent, succesul economic.

Economiști ca Milton Friedman, James Tobin, Arthur Laffer se pot pune de acord atunci când pieței nu își îndeplinesc funcțiile, când monopolurile elimină concurența, în ceea ce privește menținerea inflației sub control și reducerea acesteia la nivelul tolerabil, de 4-5% pe an, considerat ca fiind, în esență, nivelul 0.

O analiză atentă a politicilor economice aplicate în ultimele două decenii, în țările dezvoltate, ne permite să desprindem câteva concluzii interesante.

A. Politicile de austeritate, de inspirație pur monetaristă au condus într-adevăr la reducerea inflației în toate țările, aceasta, însă, cu prețul agravării șomajului, multiplicării falimentelor și încetinirii creșterii economice. Impactul în timp al acestor politici diferă în funcție de caracteristicile pieței muncii. În SUA, unde mobilitatea forței de muncă este mare, austeritatea a permis o anumită realocare a veniturilor salariale, între sectoarele în declin și cele în plin avânt. S-a obținut, de asemenea, o nivelare generală a salariilor, în sensul moderării lor, rămâne de văzut însă pentru cât timp ! În țări ca Marea Britanie sau Franța, caracterizate printr-o piață a muncii mai rigidă, politica de austeritate a produs scindări între ramurile care se prăbușesc, provocând șomaj crescând și sectoarele protejate, unde forța de muncă continuă să revendice și să obțină creșteri salariale. Există temerea că, în asemenea țări, continuarea politicilor de austeritate ar putea agrava, în final, situația economiei, fără a se putea stăpâni complet inflația.

B. Contrar așteptărilor monetariștilor, politicile acestora nu au permis nicăieri în lume o relansare automată a economiei și, cu atât mai mult, o ameliorare a situației

şomajului. În ţările unde au fost obţinute rezultate pozitive, acestea se datorează, în fapt, **unei politici monetare suple, corelată cu un deficit bugetar important, respectiv cu o susţinere de tip keynesian a cererii de mărfuri.** Aşa s-a întâmplat, de fapt, în SUA, cu toate că administraţiile Reagan - Bush, în plan teoretic, s-au referit în primul rând, la **teoria ofertei (supply-side economics)** şi la **monetarism.**

C. În economia deschisă, o relansare izolată se loveşte imediat de constrângerea externă. Statutul internaţional al dolarului a permis Statelor Unite să ignore într-o anumită măsură o asemenea constrângere, ceea ce se explică prin faptul că SUA a putut urma, începând cu anul 1983, o politică economică, practic imposibilă în alte ţări.

D. În majoritatea ţărilor industrializate, **reducerea inflaţiei a fost însoţită de o creştere a deficitului bugetar. Acesta nu trebuie considerat în mod absolut ca un factor generator de inflaţie, nefiind nicidecum singura cauză a acesteia.**

Dacă deficitul bugetar poate fi la originea unei noi emisiuni monetare, aceasta poate fi compensată printr-o **reducere** a altor forme de creaţie monetară, de exemplu, printr-o reducere parţială **a îndatorării întreprinderilor.** O asemenea politică a fost aplicată cu consecvenţă în Japonia, începând cu anii 1975-1980, cu un succes incontestabil, în privinţa reducerii inflaţiei şi şomajului. De fapt, principala problemă pusă de deficitul bugetar este cea a gestionării datoriei publice, care cunoaşte o creştere autoîntreţinută. Aceasta este, însă, o problemă ce poate fi rezolvată, fără a se renunţa la avantajele deficitului bugetar.

E. Concluzia generală constă în **eşecul flagrant al politicilor unilaterale**, fie că acestea privilegiază susţinerea cererii de mărfuri, sau îmbunătăţirea condiţiilor de ofertă. Cercetările recente scot în evidenţă viabilitatea unui program

de **politică economică pluridimensională**, care să permită, simultan, relansarea cererii şi ofertei interne de mărfuri, reducerea costurilor de producţie, slăbirea constrângerii externe şi ocuparea cât mai deplină a forţei de muncă. Un asemenea program nu respinge experimentările pozitive ale şcolilor şi curentelor de gândire consacrate, ci încearcă o adaptare a rezultatelor la realităţile prezentului.

Teoria economiei bazată pe ofertă, dominantă în SUA, în deceniul trecut, a luat naştere ca o reacţie la teoria keynesiană, bazată pe susţinerea cererii de mărfuri, pe care se sprijină politica dirijistă - intervenţia statului în economie.

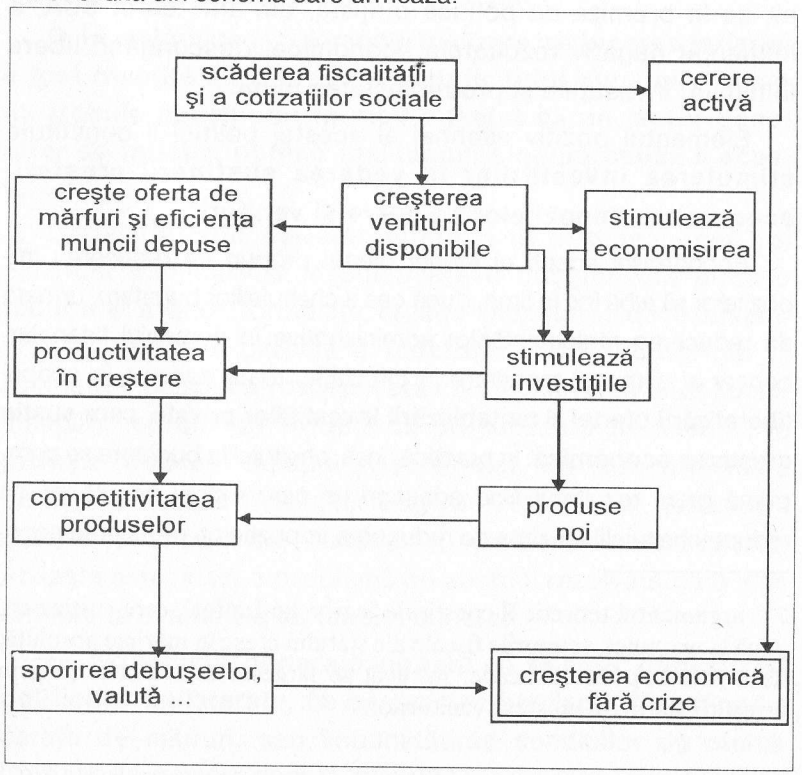
Economiştii americani, susţinători ai acestei teorii, au pornit de la premiza că politica dirijistă, din anii '60 în SUA, a influenţat negativ rezultatele economice, descurajând libera iniţiativă, investiţiile şi productivitatea muncii.

Elementul pozitiv esenţial al acestei politici îl constituie **stimularea investiţiilor în vederea susţinerii creşterii economice, impozitelor pe avere şi venituri**[1].

Economiştii adepţi ai teoriei ofertei propun ca reducerea impozitelor să aibă loc în timp, după cea a cheltuielilor bugetare, urmată de reducerea reglementărilor administrative în domeniul financiar-bancar şi a masei monetare în circulaţie, toate acestea în scopul **liberalizării ofertei şi rentabilizării investiţiilor private, care susţin creşterea economică.** În practică, însă, cheltuielile bugetare se comprimă greu, rezultatul fiind adeseori un cerc vicios: neputându-se reduce cheltuielile înainte de reducerea impozitelor, reducerea aces-

1 argumentul teoretic îl constituie "curba lui Laffer", care susţine că, până la un punct, veniturile fiscale ale statului cresc în mărime absolută, dacă rata impozitului scade, întrucât se lărgeşte aria fiscalităţii prin investiţii, datorate creşterii veniturilor.

tora din urmă va spori deficitul bugetar, va contribui la creşterea dobânzilor şi scăderea rentabilităţii investiţiilor private. Economia ofertei poate deveni, astfel, inoperantă în raport cu obiectivul său central. Riscul "cercului vicios" explică, de fapt, confruntările şi contradicţiile apărute între teoreticienii ofertei, monetarişti şi neokeynesişti. Reducerea impozitelor a antrenat un deficit important al finanţelor publice, ceea ce i-a determinat la început pe neokeynesişti să considere că relansarea economiei americane din anii 1982-1984, este o relansare keynesistă prin deficit bugetar. Teoreticienii ofertei au considerat, însă că, dacă economia americană a dat semne certe de însănătoşire, aceasta se datorează faptului că **a fost stimulată**, în primul rând, **oferta de mărfuri**, după principiile care rezultă din schema care urmează:



Teoria economiei bazată pe ofertă, ca mijloc de relansare economică, a stat la baza guvernării republicane în SUA (Reaganomics) şi guvernării conservatoare din timpul d-nei M.Thatcher, principalele obiective fiind menţinute şi în prezent. Ulterior, "Reaganomics" a evoluat ca o combinaţie între teoria ofertei (supply-side economics), monetarism şi neokeynesism.

În ceea ce priveşte monetarismul, bilanţul pozitiv al politicii monetare îl constituie, desigur, efectul dezinflaţionist. Aspectele negative ale acestui experiment se referă, în primul rând, la eficienţa cu care este manevrat acest instrument. Se afirmă, în prezent, că inovaţiile financiare, au apărut, ca urmare a politicilor de control direct al volumului lichidităţilor bancare, modificând puternic structura activelor monetare ale agenţilor economici şi deformând relaţia funcţională cu masa monetară. În ultimii ani, inovaţiile financiare au conferit pilotajului cantitativ al monedei un caracter tot mai aleator. "Am intrat într-o perioadă în care obsolenţa agregatelor monetare începe să crească, legea lui Goodhard verificându-se mai mult ca oricând: din momentul în care un agregat monetar reţine atenţia autorităţilor monetare, fie ca indicator, fie ca obiectiv intermediar al politicii monetare, el este golit rapid de conţinut, datorită substituirilor încurajate de inovaţiile de sistem, pierzându-şi astfel în mare parte semnificaţia"[2]. Din această interpretare rezultă **impasul strategiilor monetare actuale.**[3] O serie de autori subliniază **durata de acţiune a terapiei monetare**, considerată ca fiind

2 C. de Boissieu: "Innovations financières et contrôle monétaire : un essai d'interprétation", Banque no.413, ian.1982, p.35

3 H.Bassoni, A.Beitone: "Monnaie, théories et politiques - Paris, Dalloz, 1994, p.165

prea lungă[4], precum şi **costul său social, în materie de recesiune şi şomaj.**

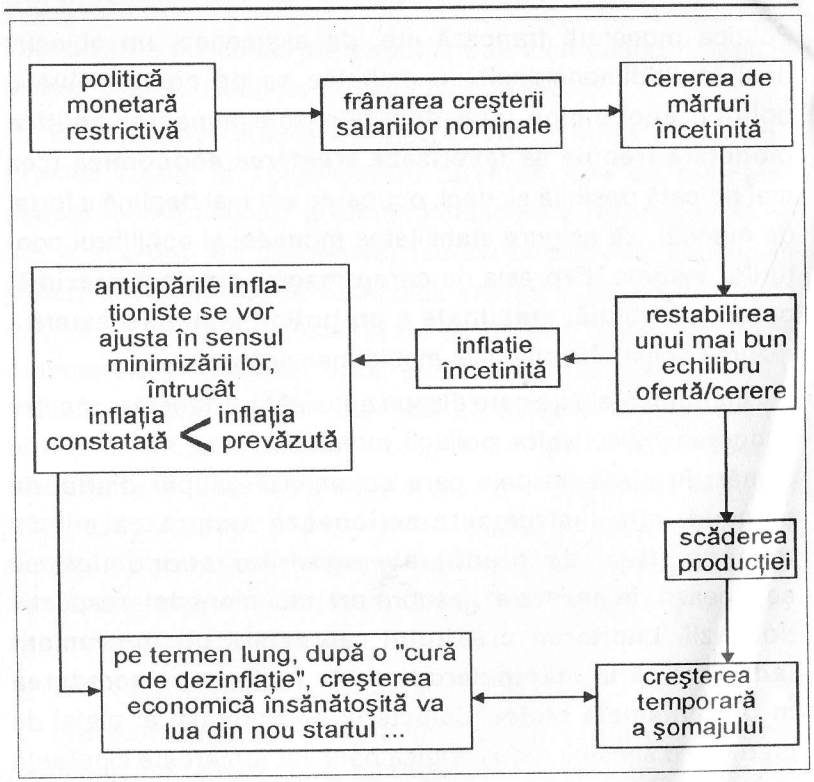
"Dacă controlul asupra monedei este necesar mai mult ca oricând, el nu constituie în nici un caz un panaceu, capabil să frâneze evoluţiile nominale şi să asigure partajul dorit, între volumul producţiei şi preţuri. O acţiune directă asupra spiralei preţuri- venituri pare să fie indispensabilă pentru reducerea inflaţiei, fără degradarea puterii de cumpărare... A ne baza doar pe politica monetară, ca unică soluţie pentru redresarea economică, înseamnă să avem mult de aşteptat, iar efectele pot fi dureroase, poate chiar intolerabile, din punct de vedere social."[5]

Pentru depăşirea stării inflaţioniste, creşterea masei monetare trebuie corelată, legată de creşterea produsului intern brut sau venitului naţional. **Acţiunea de limitare a creşterii masei monetare prin politici financiare, fiscale, bugetare sau de venituri, caracterizate prin austeritate, nu este suficientă, dacă nu se acţionează direct asupra cauzelor sau naturii procesului inflaţionist, respectiv asupra restabilirii rentabilităţii şi competitivităţii întreprinderilor naţionale.** Este necesară, în acelaşi timp, o politică care să conducă la **restabilirea încrederii în produsele naţionale,** "interesul naţional" fiind grav afectat prin oferta pe piaţa internă a unor produse de calitate inferioară, comparativ cu cele din import.

Din schema care urmează, rezultă că politica monetară restrictivă este o politică "cu bătaie lungă". Rezultatele în

4 R.Bertrand: "Un certain monétarisme à l'épreuve" - Banque no.394, avril 1980 (p.397 - 403)

5 V.Levy-Garboua : "Doit-on être monétairiste en 1980 ?" - Banque no.390, dec.1979, p.1395-1404; no.391, ian.1980, p.15 - 20



materie de dezinflaţie şi relansare economică s-au lăsat aşteptate, în unele ţări din America Latină, circa 10 ani. În 1993[6], Fondul Federal de Rezervă american a anunţat că renunţă să-şi bazeze politica monetară pe simplul control al masei monetare. Banca Angliei a procedat în acelaşi mod, anunţând că politica sa monetară se înscrie într-un cadru mai global, de "policy mix", al cărui obiectiv final îl constituie menţinerea inflaţiei între 1% şi 4% pe an - până în 1997.

6 Jean François Fortemps - senior economist, Banque générale de Luxembourg - în "Problèmes économiques" no.2371/13 avril 1994; - "Les Banques centrales abandonnent - elles le monétarisme ?", p. 1 - 7

Politica monetară franceză are, de asemenea, un obiectiv final "multidimensional". În calitatea sa de componentă a politicii economice, sub diferitele sale aspecte, **politica monetară trebuie să favorizeze creşterea economică** (cea mai ridicată posibilă şi, deci, ocuparea cât mai deplină a forţei de muncă), să asigure stabilitatea monedei şi echilibrul conturilor externe. Expresia de **careu magic**: **creştere maximă, ocupare deplină, stabilitate a preţurilor, echilibru extern** - rezumă acest obiectiv final multidimensional.

Instrumentele de care dispun autorităţile monetare, pentru atingerea obiectivelor politicii monetare, sunt mai multe la număr: în afară de cele care acţionează asupra ofertei de monedă, alte instrumente acţionează asupra cererii de monedă (deci de credit) ale agenţilor economici; se acţionează, în acest caz, asupra preţului monedei, respectiv dobânzii. **Limitarea creditului reprezintă un instrument radical, a cărui manipulare ţine, de fapt, de neîncrederea în mecanismele pieţei.** Caracterul concurenţial al pieţei de credit fiind sensibil redus, logica băncilor urmăreşte siguranţa şi favorizarea clienţilor tradiţionali, în defavoarea "antreprenorilor schumpeterieni", mai inovatori. În acelaşi spirit intervenţionist, statul poate acorda finanţări privilegiate unor sectoare sau categorii de agenţi (agricultură, locuinţe), prin intermediul împrumuturilor bonificate (cu dobânzi subvenţionate de stat). Statul controlează, deci, nu numai evoluţia masei globale a creditelor, dar influenţează, în acelaşi timp, repartizarea acestora între agenţii economici. Se înţelege că aceste opţiuni intervenţioniste depind de climatul internaţional şi de presiunile acestuia asupra sectorului financiar intern.

În 1987, Franţa renunţă, după 15 ani de practică asiduă, la limitarea creditului. Globalizarea activităţii financiare,

liberalizarea mişcărilor de capitaluri au avut câştig de cauză asupra dispozitivului de reglementare francez.

Economistul liberal francez Maurice Allais[7], a primit premiul Nobel în 1988, pentru lucrările sale de pionierat asupra teoriei pieţelor şi alocării eficiente a resurselor. M.Allais a abordat, de asemenea, teoriile capitalului, riscului în situaţii de incertitudine, fiscalităţii, energiei, alte probleme de economie aplicată, consacrându-se, în final, teoriei dinamicii monetare şi problemelor concrete de politică monetară[8]. Stigmatizând confuzia între monedă şi instrumentul de credit, contribuţia sa esenţială constă în elaborarea **teoriei relativiste a dinamicii monetare.** Prin aceasta, M.Allais reformulează cererea de monedă, oferta de monedă şi rata dobânzii în funcţie de **dimensiunile psihologice**, încercând să stăpânească mai bine fenomenele de fluctuaţii şi procesele explozive, tip **hiperinflaţie.**

Iată ce declara, în acest sens, M.Allais:

"Verificările empirice ale noii teorii asupra cererii de monedă sunt remarcabile, pe drept cuvânt cele mai de seamă rezultate vreodată obţinute de ştiinţele sociale, într-un domeniu de importanţă deosebită. În fapt, realitatea studiată este reprezentată aproape perfect, prin formularea la care conduce această teorie; fie că este vorba de exemplul SUA, în cursul marii crize, de hiperinflaţia germană din anii 1919-1923, în cursul căreia indicele preţurilor a atins valori comparabile cu viteza luminii, măsurată în centrimetri pe secundă, sau exemplul Rusiei sovietice, între anii 1922-1924. Aceste rezultate demonstrează existenţa fenomenelor sociale şi

7 născut în 1911

8 vezi "Problèmes économiques" no.2142, 27 sept. 1989, p. 3 - 10

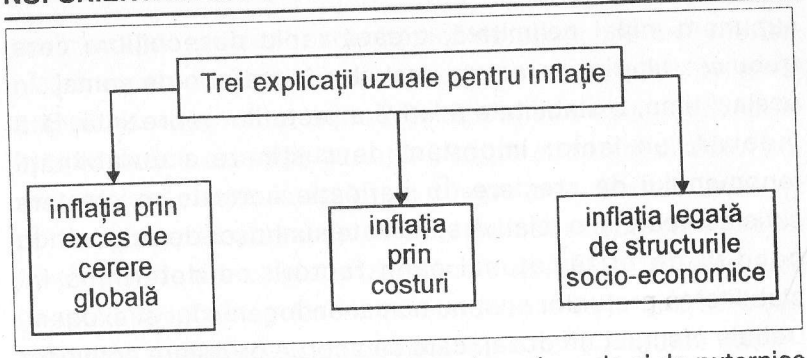
structurale, la fel de izbitoare ca şi cele ce se constată în ştiinţele fizice."

În lucrarea sa "L'impôt sur le capital et la réforme monétaire" (1976), M.Allais demonstrează că "**o politică monetară bună**" - respectiv politica de control efectiv al creşterii masei monetare - **nu este suficientă pentru a garanta legitimitatea, eficienţa şi perenitatea economiei de piaţă**. Ea trebuie însoţită de o adevărată **politică de venituri,** sprijinită pe o **fiscalitate ce apasă**, mai întâi şi înainte de toate, **pe veniturile necâştigate (renta propriu-zisă,** care ţine de proprietatea asupra bunurilor fizice). Altfel spus, M.Allais preconizează o uşurare substanţială a punctiei fiscale ce operează asupra veniturilor provenite din muncă (salarii); **reforma pe care o preconizează** în acest sens **va avea drept scop** principal **redobândirea încrederii corpului social** şi, totodată, **încrederii în eficienţa şi progresul economiei de piaţă.** Această dimensiune psihologică este fundamentală, prin consensul ce-l catalizează. **Reforma fiscală de acest gen atenuează conflictul social cu privire la partajarea venitului naţional.** În centrul acestui conflict, ia naştere fenomenul inflaţionist.

Este interesant să observăm aici că legătura stabilită între inflaţie şi repartiţie se regăseşte şi într-o serie de reflexii de inspiraţie keynesistă (şcoala de la Cambridge - N.Kaldor, J.Robinson ş.a.).

Reforma monetară radicală, condusă magistral în Germania, în 1948, într-o conjunctură de inflaţie reprimată, ilustrează pertinenţa tezelor lui M.Allais: succesul unui asemenea dispozitiv[9] depinde, în

9 N.A. - lupta împotriva inflaţiei



mod fundamental, de reforme structurale mai ample şi de puternice şocuri psihologice[10].

De menţionat, în final, că analiza de tip structuralist asupra inflaţiei, destul de veche, în plan teoretic, s-a bucurat în deceniul trecut de interes deosebit în unele ţări în dezvoltare, latino-americane în cea mai mare parte, ţări confruntate cu inegalităţi economice ce prejudiciază coeziunea socială. Cazul brazilian a inspirat teza "inflaţiei inerţiale" sau "încrustate".

Ideea unanim admisă de dezbaterea asupra eficienţei politicii monetare este că aceasta se supune unei constrângeri crescânde, sub impactul internaţionalizării economiilor.

* *
*

Oricare ar fi conjunctura economică, putem considera că se pot formula pentru orice ţară din lume, în orice condiţii, câteva obiective sau orientări primordiale pentru politica economică.

Un prim obiectiv este creşterea economică pe fond neinflaţionist. Orice creştere economică pe care o pre-

10 T.Mayer et G.Thumann : "Une réforme monétaire radicale: le cas de l'Allemagne en 1948" - Finance et développment, mars, 1990, p. 6 - 8

supunem inițial nelimitată, crează rapid dezechilibre care trebuiesc ulterior corectate, mai ales în materie de șomaj. În același timp, o stabilitate relativă a prețurilor reprezintă, fără îndoială, un factor important de susținere a durabilității fenomenului de creștere. În perioade normale, o creștere satisfăcătoare și o relativă stabilitate sunt ușor de asigurat. În condiții de criză, atunci când factorii ce determină instabilitatea prețurilor sunt nu numai endogeni, dar și exogeni, trebuie efectuat un dozaj, care să acorde prioritate acțiunilor de stăpânire a tensiunilor inflaționiste. Dacă se produce, totuși, căderea în inflație și nu se fac eforturi de stopare, creșterea rapidă a prețurilor antrenează reacții de adaptare și, uneori, de anticipare, în materie de salarii și venituri; echilibrul general al economiei este pus sub semnul întrebării! Efortul constă, acum, de **a corela un anumit ritm de creștere economică cu stabilitatea relativă a prețurilor,** care să mențină capacitatea concurențială în raport cu partenerii comerciali, echilibru de care depinde ocuparea. Ocuparea forței de muncă nu este o prioritate care se impune în fața altor obiective, ci reprezintă o rezultantă a procesului de creștere economică în sine și de stabilitate a prețurilor. Formula lui Adam Smith, "capitalul limitează gradul de ocupare", se verifică pe deplin. **Dacă se neglijează posibilitățile de dezvoltare a capitalului în general și capitalul național, în special,** prea puține șanse există în continuare pentru rezolvarea problemei șomajului !

Un al doilea obiectiv îl reprezintă asigurarea echilibrului extern pe termen mediu. Deficitul balanței de plăți curente poate fi acceptat pe o perioadă de timp determinată; acesta este mult mai important și semnificativ, comparativ cu deficitul comercial, întrucât în economia modernă invizibilele înscrise în balanța plăților curente pot fi uneori, la fel de importante ca și mărfurile schimbate. Deficitul poate fi accep-

tat în scopul creșterii capacităților de producție sau modernizării acestora. Politica de acceptare a unui deficit limitat și a unei datorii externe, limitată la rândul ei, trebuie deci să fie în mod direct, corelată cu o politică de adaptare structurală, care să facă oferta internă mai competitivă. Statele Unite se pot îndatora cât doresc în dolari, întrucât rambursarea se va face tot în dolari; celelalte țări trebuie să aibă în vedere riscul de schimb. Pentru țările care nu posedă monede internaționale de largă circulație și care nu pot rambursa datoria decât apelând la rezerve sau exportând produse competitive, **orice îndatorare are o limită**. Iată de ce **echilibrul extern pe termen mediu se constituie într-o constrângere !** De asemenea, este necesară o strategie, pe termen mediu sau lung; orice abordare a fenomenelor pe termen scurt, sub efectul conjuncturii se constituie, de fapt, într-o adevărată miopie a decidenților.

Impactul constrângerilor externe nu trebuie absolutizat: nici o țară nu se poate abandona totalmente valului de ajustări, care acționează în mod continuu. Rezultă, deci, că un anumit grad de **independență** trebuie avut în vedere și păstrat în permanență, ceea ce nu înseamnă izolare față de procesul de internaționalizare. Independența economică reprezintă astăzi acea marjă de manevră și de securitate, care ne permite să ne retragem din joc, atunci când "cărțile devin proaste" și, totodată, înseamnă păstrarea unei anumite autonomii de decizie. Independența ține astfel de interesul național și de calitatea celui mai prețios capital, capitalul uman. O țară care nu face eforturi în acest sens, în materie de alimentație, sănătate, educație, confort, civilizație și, în general, tot ce ține astăzi de calitatea vieții, riscă să dispară, mai devreme sau mai târziu, din peisajul geopolitic. Astăzi, când știm prea bine câte forțe se dezlănțuie, câte inegalități ne copleșesc, este evident că acest deziderat nu este deloc

simplu; este foarte greu de asigurat acea capacitate de a putea refuza să facem ceea ce alții doresc să facem ! Din acest motiv, putem considera că două politici externe sunt astăzi esențialmente necesare: **politica de competitivitate** și **politica de cooperare**. Politica de competitivitate este cheia de boltă a marjei de manevră. Dacă nu reușim să asigurăm un nivel de competitivitate satisfăcător, ne așteaptă postura dependentă, de "colonie" sau "satelit". În același timp, în contextul actual de interdependență, politica economică națională trebuie să țină cont de sinergia ce se poate naște dintr-o acțiune conjugată, pe plan european sau pe plan internațional. De mai bine de douăzeci de ani, evoluția economiei mondiale se caracterizează prin intensificarea procesului de cooperare. Cooperarea monetară internațională a gestionat, începând cu 1973, de bine de rău, regimul cursurilor flotante. Cu toate că s-a spus la început că monedele, odată lăsate să floteze libere, vor rezolva toate problemele și că adaptările se vor face de la sine, s-a ajuns, curând după aceea, la flotarea controlată prin băncile centrale, dar nici acest lucru nu a fost suficient. S-a trecut, apoi, la coordonarea politicilor monetare și în prezent a politicilor economice, în cadrul Uniunii Europene. **Cooperarea internațională este necesară și în ceea ce privește susținerea eforturilor pentru dezvoltare și relansare în zonele considerate "critice".**

Trăim astăzi într-o epocă în care **socialul este legat tot mai mult de activitatea economică,** întrucât dinamismul și creativitatea în economie se bazează tocmai pe **coeziunea socială, pe consensul și dialogul social,** devenit factor decisiv de progres. Constrângerile sociale trebuiesc prevăzute din timp și însoțite de măsuri compensatorii, care să faciliteze procesul de adaptări structurale. Procesul de creștere economică nu trebuie să se bazeze, în viitor, pe politici de comprimare a veniturilor. **Obiectivul urmărit**

trebuie să fie acela al creșterii salariilor: o economie modernă și dinamică este o economie a salariilor înalte. Bineînțeles, acest deziderat se poate realiza numai prin **sporuri de productivitate și un ritm susținut de investiții. Politicile de economisire**, respectiv **acumulare, de investiții și cercetare-dezvoltare revin în prim plan.**

În ceea ce privește instrumentele, foarte pe scurt, se impun câteva precizări.

În primul rând, **orice guvern duce o politică de susținere a cererii de mărfuri.** Critica keynesismului este adeseori exagerată: toate politicile economice se bazează pe funcționarea economiei de tip keynesian, amendată sau adaptată în unele privințe.

Politica de susținere a cererii de mărfuri trebuie corelată cu politica monetară, în ciuda faptului că analiza keynesistă a lăsat la o parte rolul monedei, pentru o motivație foarte simplă: raționând în situația de subocupare, Keynes consideră că o creștere a masei monetare nu va genera inflație pură, ci inflație productivă. **Politica ofertei** reprezintă al doilea instrument important. Faimoșii teoreticieni, denumiți "supply siders", au crezut că sunt capabili de miracole în economie. Cu toate acestea, economia americană continuă să fie deficitară și îndatorată. Putem reține, totuși, **din politica ofertei două elemente pozitive importante** și anume:

- în primul rând, **reglementările trebuie să favorizeze elasticitatea ofertei factorilor de producție**; teoria ofertei pare astfel înrudită cu "Teoria generală", capitolul intitulat "teoria prețurilor" și nu opusă acesteia;

- în al doilea rând, elementul important al politicii bazate pe oferta de mărfuri este **fiscalitatea**. Ratele marginale de impozitare prea ridicate sunt într-adevăr descurajante pentru

spiritul de inițiativă, de economisire și de productivitate. O fiscalitate incitantă este de preferat celei descurajante. Conflictele curg, de regulă, din impozitele pe venituri: TVA-ul reprezintă a doua sursă de scandal, întrucât este impozitul cel mai răspândit ca arie de cuprindere și, totodată, foarte incomod - afectând veniturile modeste și mai puțin pe cele ridicate (atât cei avuți, cât și cei săraci vor cumpăra produse din import, dacă acestea sunt necesare). O reducere a nivelului actual al TVA- ului, într-o serie de țări europene, ar fi binevenită (în Germania, de ex. nivelul mediu al TVA-ului este de 15%). În ceeea ce privește impozitul pe venituri, structura acestuia este criticabilă și-n acest sens, recomandările **școlii creșterii economice endogene** sunt pertinente, întrucât se bazează pe **efectul stimulant al diferențierii veniturilor.**

Politica sectorială este, de asemenea, un instrument foarte important. O economie modernă, capabilă să înfrunte competiția internațională trebuie să-și construiască **strategii sectoriale pe termen lung**, care țin cont de posibilitățile și condițiile reale pe plan național. Aceasta nu presupune neglijarea strategiei industriale pe termen lung, ci dimpotrivă, abordarea acesteia în cadrul unei politici generale, care vizează competitivitatea economiei în ansamblu și productivitatea întreprinderilor, respectiv **o politică de stimulare a cercetării și investițiilor în domenii de interes național.**

În ceea ce privește situația țărilor în dezvoltare, este greșit să considerăm că toate instrumentele utilizate în țările industrializate pot fi transpuse ca atare în aceste țări.

Ar însemna să criticăm atunci unele aspecte ce țin de recomandările Fondului Monetar Internațional: o mai bună înțelegere a fenomenelor structurale din țările în dezvoltare ar face ca multe din aceste instrumente să devină relative. Țările în dezvoltare pot opta pentru o anumită strategie. Dacă se optează pentru dezvoltarea autocentrată, izolată de

economia mondială, dificultățile se instalează rapid. Problema acestor țări este aceea de a dezvolta o serie de producții locale și de a începe prin susținerea producției agricole, în scopul economisirii devizelor destinate importurilor de mărfuri alimentare. În al doilea rând, trebuiesc dezvoltate acele industrii care au piața locală de desfacere asigurată și-n acest caz, un anumit grad de protecționism este necesar. În problema produselor de bază, politica de stabilizare a încasărilor din exporturi este utilă, dar pesupune o strânsă cooperare internaționlă. Obiectivul major al cooperării internaționale față de țările în dezvoltare este, însă, cel ce ține de soluționarea pe termen lung a problemei datoriilor, printr-o strategie adecvată.

În concluzie, teoria economică contemporană ne ajută să punem accentul pe **competitivitatea globală a economiei**, indispensabilă într-o lume a competiției crescânde. Resursele necesare sunt însă de ordin intern. Competitivitatea și progresul social nu pot fi asigurate decât printr-o gestiune echilibrată, prin dezvoltarea procesului investițional și prin încurajarea sistematică la adaptare. Cea mai importantă investiție este astăzi de natură imaterială - **investiția în capitalul uman:** atât pregătirea profesională, cât și evoluția comportamentelor și mentalităților, spre o mai bună înțelegere a mecanismelor vieții economice și sociale, se constituie în factori esențiali pentru progresul viitor. O economie de talie mică sau mijlocie poate, astfel, foarte bine să supraviețuiască și să devină eficientă. Exemple sunt destule și apropiate geografic: Austria, Elveția, Cehia, Ungaria, Finlanda, Danemarca ș.a.

În perioada imediat postbelică, rolul statului în viața economică a crescut considerabil. Principiile de politică economică desprinse din teoria keynesistă, bazate pe intervenționism, au fost considerate drept decisive în lupta

împotriva recesiunilor. O serie de teoreticieni au susținut atunci atât intervenționismul, cât și sistemul de planificare suplă. Odată cu criza anilor 1970, politicile economice au fost repuse în discuție. În primul rând, principiul întoarcerii la echilibrul bugetar a fost tot mai des invocat, uneori însă în zadar, iar ideea reducerii rolului statului în viața economică s-a manifestat prin fluxul de privatizări și dispariția progresivă a caracterului operațional al planificării macroeconomice naționale. Apoi, internaționalizarea economiilor, trecerea la sistemul cursurilor flotante, deschiderea progresivă a frontierelor, importanța crescândă a marilor firme și organizații internaționale au limitat considerabil câmpul de acțiune al autorităților publice în domeniul economic. În sfârșit, criza țărilor socialiste a consolidat poziția economiilor liberale, alterând imaginea statului gestionar al economiei. Politicile economice nu dispar cu totul din gestiunea curentă a vieții economice, rolul lor devine, însă, mai discret, mai puțin autoritar, mai puțin volutarist. El se limitează la reducerea efectelor negative ale economiei de piață, având din ce în ce mai puțin responsabilități directe în evoluția structurilor productive, dar menținându-și în continuare influența în domeniul alocativ și redistributiv.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

1. Abraham-Frois G. - Economie politique - 5e éd., Economica, Paris, 1992
2. Allais M. - La théorie générale des surplus, PUG, Grenoble, 1989
3. Blaug M.I. - Teoria economică în retrospectivă, E.D.P., București, 1992
4. Barre R., Fontanel J. - Principes de politique économique, P.U.G., Grenoble, 1991
5. Bassoni M., Beitone A. - Monnaie, théorie et politique, Sirey, Paris, 1994
6. Bourguinat H. - Les vertiges de la finance internationale, Economica, Paris, 1987
7. Bourguinat H. - Finance internationale, PUF, Thémis, 1992
8. Débeauvais M., Sinnah Y. - La gestion globale du risque de change, Economica, Paris, 1992
9. Dévoluy M. - Monnaie et problèmes financiers, Hachette, Paris, 1993
10. Ernst & Young - L'ECU, monnaie du succès européen - une stratégie pour l'ECU, Ed.d'-Organisation, Paris, 1990
11. Friedman M. - Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, 1969
12. Gaftoniuc S. - Politici economice anticriză, teză de doctorat, ASE, București, 1994

13. Girardin E. - Finances internationales, l'état actuel de la théorie - Economica, Paris, 1992

14. Goux J.F. - Economie monétaire et financière - théorie, institutions politiques, Economica, Paris, 1993

15. Kebadjian G. - L'économie mondiale, enjeux nouveaux, nouvelles théories, Seuil, Paris, 1994

16. Kindelberger C. - Les mouvements internationaux de capitaux - Dunod, Paris, 1990

17. Kolb B.A., De Mong R.F. - Principles of financial management - Irwin, Illinois, 1988

18. Lindert P.H. - International Economics, Irwin, Illinois, 1986

19. Neave E.H., Wiginton J.C. - Financial management - theory and strategies, Prentice-Hall Inc., New York, 1981

20. Pascallon P. - Théorie monétaire, Ed. de l'Epargne, Paris, 1985

21. Patat J.P. - Monnaie, instituions financières et politique monétaire, Economica, Paris, 1987

22. Prissert P. - Analyse et dinamique du marché des capitaux, La Revue Banque, Paris, 1993

23. Ruffini P. - Les banques multinationales, PUF, Paris, 1983

24. Samuelson A. - Economie monétaire internationale, Dalloz, Paris, 1980

25. Sandretto R. - Le pouvoir et la monnaie, Economica, Paris, 1993

26. Simon Y. - Techniques financières internationales - 5e ed., Economica, Paris, 1993

27. Siroën J.M. - Le désordre monétaire international, Hatier, Paris, 1991

28. Siroën J.M. - Finances internationales, Armand Colin, Paris, 1993

29. Stoleru L. - L'ambition internationale, Seuil, Paris, 1986

30. Sută-Selejan S. - Doctrine şi curente în gândirea economică modernă şi contemporană, ed. All, Bucureşti, 1992

31. Thurow L. - La maison Europe - superpuissance du XXI-eme siècle, Calmann-Lévy, Paris, 1992

32. Topsacalian P. - Principes de finances internationales - Economica, Paris, 1992.